

TAMPEREEN YLIOPISTO
Johtamiskorkeakoulu

VALTION PÖRSSIYHTIÖIDEN JA SOLIDIUMIN OSINGONMAKSUKYKY JA OSINKOPOLITIikka

Tilintarkastuksen ja arvioinnin maisteriohjelma
Pro gradu -tutkielma
Joulukuu 2015
Ohjaaja: Lasse Oulasvirta

Henri Aaltonen

TIIVISTELMÄ

Tampereen yliopisto Johtamiskorkeakoulu: Tilintarkastuksen ja arvioinnin
maisteriohjelma

Tekijä: Henri Aaltonen

Tutkielman nimi: Valtion pörssiyhtiöiden ja Solidiumin osingonmaksukyky ja
osinkopolitiikka

Pro gradu -tutkielma: 83 sivua, 1 liitesivu

Aika: Joulukuu 2015

Avainsanat: Osinko, Osinkopolitiikka, Valtion pörssiyhtiöt, Solidium,

Suomessa valtio toimii merkittävänä omistajana Helsingin pörssissä. Se omistaa kolmen pörssiyhtiön osakkeista yli 50 prosenttia ja lisäksi sen kokonaan omistama holding-yhtiö Solidium toimii markkinoilla omistaen osuuksia yli kymmenestä pörssiyhtiöstä. Näiden omistusten voidaan nähdä pohjimmiltaan olevan keskeinen osa maamme kansallisvarallisuutta, jonka arvoa valtio pyrkii pitkäjänteisesti kasvattamaan ja saamaan omistuksistaan valtion talouden kannalta tarpeellista, tasaista ja ennustettavaa osinkotuottoa. Lisäksi näihin yhtiöihin liittyy valtion kannalta strateginen intressi, jonka avulla se pyrkii turvaamaan maamme toimintakykyä mahdollisissa poikkeusolosuhteissa.

Tässä tutkimuksessa keskitytään valtion pörssiyhtiöiden ja Solidiumin osingonmaksukykyyn ja osinkopolitiikkaan. Tarkasteltavaksi aikajaksoksi on valittu vuodet 2009–2013. Tutkimuksessa perehdytään näiden yhtiöiden tuottamaan tilinpäätösinformaatioon ja tarkastellaan tämän pohjalta, ovatko valtion pörssiyhtiöt ja Solidium maksaneet suurempia osinkoja kuin muut Helsingin pörssin suuret yritykset. Osinkojen suuruuden vertailua toteutetaan osingon osuuden tuloksesta prosentin ja efektiivisen osinkotuottoprosentin avulla. Teoriapohjan tutkimukselle luo päämies–agentti -teoria, jossa erilaisia agenttisuhteita voidaan havaita olevan useita. Lisäksi teoriaosuudessa käsitellään osinkoihin ja osinkopolitiikkaan liittyviä tekijöitä.

Tutkimuksen keskeisenä tuloksena voidaan pitää johtopäätöstä, jonka mukaan valtion pörssiyhtiöiden osingonmaksussa ei ole havaittavissa merkittävää eroavaisuutta muihin suuriin pörssiyhtiöihin verrattuna. Toisin sanoen valtion pörssiyhtiöt eivät maksa poikkeuksellisen suuria osinkoja, vaikka valtion taloudellinen tilanne tätä edellyttäisikin. Valtion pörssiyhtiöiden osinkopolitiikka ei myöskään eroa vertailtavien yhtiöiden määrittämästä osinkopolitiikasta. Valtio-omisteisuudella havaittiin olevan muita yhtiöitä korkeampi efektiivinen osinkotuottoprosentti, mikä vahvistaa olettamusta, että sijoittajat eivät arvosta valtio-omisteisia yhtiöitä täyteen hintaan.

Vastaavasti Solidiumin vuosittain maksamat osingot valtiolle ovat olleet todella suuria suhteessa yhtiön vuotuiseseen tulokseen. Solidiumin toiminta ei myöskään muilta osin täytä kaikkia sille asetettuja tavoitteita. Valtion pörssiyhtiöistä Finnair ei ole kyennyt maksamaan valtion arvostamaa tasaista ja ennustettavaa osinkovirtaa tarkasteltavan aikajakson puitteissa. Näin ollen Finnairin tuloksellisuutta voidaan pitää heikkona ja se on epäonnistunut tuottamaan valtiolle sen vaatimaa taloudellista lisäarvoa.

SISÄLLYS

1	JOHDANTO	5
1.1	Aihealueen esittely.....	5
1.2	Tutkimuksen tavoite ja keskeiset rajaukset	7
1.3	Tutkimuksen menetelmät ja tutkimusaineisto	9
1.4	Tutkimuksen rakenne.....	10
2	VALTION PÖRSSIYHTIÖT JA SOLIDIUM	12
2.1	Fortum Oyj.....	12
2.1.1	Fortum taloudellista tietoa	13
2.1.2	Fortum valtion näkökulmasta	15
2.1.3	Fortumin tulevaisuuden näkymät.....	16
2.2	Finnair Oyj.....	17
2.2.1	Finnair taloudellista tietoa	19
2.2.2	Finnair valtion näkökulmasta.....	21
2.2.3	Finnairin tulevaisuuden näkymät.....	22
2.3	Neste Oyj	22
2.3.1	Neste taloudellista tietoa	25
2.3.2	Neste valtion näkökulmasta	26
2.3.3	Nesteen tulevaisuuden näkymät.....	27
2.4	Solidium Oy	28
2.5	Solidium valtion näkökulmasta	29
2.5.1	Solidiumin tulevaisuuden näkymät.....	33
3	TEOREETTINEN VIITEKEHYS	35
3.1	Agenttiteoria	35
3.2	Corporate Governance	38
3.3	Osingonmaksu	39
3.4	Osinkopolitiikka.....	41
3.5	Buy and hold -strategia ja ankkuriomistajuus.....	43
3.6	Pörssiosakkeiden tuottoja pitkällä aikavälillä.....	45
4	VALTION PÖRSSIYHTIÖIDEN, SOLIDIUMIN JA HEX 25 -YHTIÖIDEN EMPIIRISTÄ TARKASTELUA	48
4.1	Vuosien 2009–2013 osingot valtion pörssiyhtiöissä ja Solidiumissa.....	48
4.2	Vuosien 2009 – 2013 osingot OMX Helsinki 25	51
4.3	Valtion pörssiyhtiöiden ja Solidiumin osinkopolitiikka	54

4.4	OMX Helsinki 24 yhtiöiden osinkopolitiikka	58
4.5	Valtion pörssiyhtiöiden arvon kehitys 2009–2013 verrattuna OMX Helsinki 25 - indeksiin.....	60
5	JOHTOPÄÄTÖKSET	65
5.1	Tutkimuksen tulokset.....	65
5.2	Lopuksi	70
Lähteet	74
Liitteet	84

1 JOHDANTO

1.1 Aihealueen esittely

Suomen valtio on merkittävä omistaja erilaisissa yrityksissä. Sen omistajuus ulottuu 63 yhtiöön, joista 23 on erityistehtävayhtiöitä ja 40 kaupallisesti toimivia yhtiöitä. Kolme kaupallisesti toimivista yhtiöistä on Helsingin pörssiin listautuneita valtion pörssiyhtiöitä. Näitä ovat Finnair Oyj, Fortum Oyj ja Neste Oyj. Osaan kaupallisesti toimivista yhtiöistä kohdistuu strateginen intressi, kuten huoltovarmuuden takaaminen.

Huoltovarmuudella tarkoitetaan Suomen väestön toimeentulon, talouselämän ja maanpuolustuksen kannalta välttämättömän tuotannon, palvelujen ja infrastruktuurin turvaamista vakavissa häiriötilanteissa ja poikkeusoloissa. Sen lähtökohtina ovat toimivat kansainväliset markkinat, monipuolinen teollinen pohja, vakaa julkinen talous ja kilpailukykyinen kansantalous. Keskeisiä uhkia huoltovarmuuden takaamiseksi ovat esimerkiksi tieto- ja viestintäjärjestelmien häiriintyminen ja energiansaannin keskeytyminen. Huoltovarmuustoimenpiteet toteutetaan yhteistyössä julkisen sektorin, elinkeinoelämän ja järjestöjen kesken. Huoltovarmuusorganisaatio koostuu Huoltovarmuuskeskuksesta, huoltovarmuusneuvostosta, sektoreista ja pooleista. (857/2013.)

Valtion pörssiyhtiöiden toimialoista voidaan havaita niillä kaikilla olevan huoltovarmuuden kannalta oleellinen tehtävä. Energiatuotanto, öljynjalostus ja liikenneyhteyksien takaaminen ovat huoltovarmuuden kannalta keskeisessä asemassa. Samoin Solidiumin omistuksiin kuuluvista yhtiöistä voidaan havaita huoltovarmuuden kannalta perusteltuja omistuksia, kuten tietoliikenneyhtiö Elisa ja pankkisektorilla toimiva Nordea Bank.

Kaupallisesti toimivista yhtiöistä 24 on valtioneuvoston kanslian omistajaohjauksessa ja neljä valtiovarainministeriön omistajaohjauksessa. Valtion kokonaan omistama holding yhtiö Solidium Oy vastaa puolestaan 12:n yhtiön omistajaohjauksesta. Kaikki kaupallisesti toimivat yhtiöt toimivat kilpailullisessa toimintaympäristössä ja niiden

toimintatavat ovat yhtäläisiä perinteisten markkinoilla toimivien yhtiöiden kanssa. Erityistehtävayhtiöiden omistajaohjauksesta vastaa se ministeri ja ministeriö, kenen vastuulla on hoitaa kutakin yhtiötä. Näissä yhtiöissä omistamiseen sisältyy yhteiskunnallisia tavoitteita. (Valtioneuvoston kanslian vuosikertomus 2014, s.10.)

Taloudellisesti ajateltuna näiden omistuksella on merkittävä vaikutus koko maan taloudelle. Valtion yhtiöomistusten arvo on kaikkiaan noin 25–30 miljardia euroa. Valtion saama voitonjako vuonna 2014 oli noin 4,9 miljardia euroa. Yhtiöiden palveluksessa työskenteli Suomessa yli 88 000 henkeä ja ulkomailla yhteensä noin 120 000. Näiden lukujen valossa voidaan todeta valtion olevan todella merkittävä omistaja näin pienessä maassa kuin Suomi on. (Valtioneuvoston kanslian vuosikertomus 2014, s.22.) Merkittävän omistajuuden lisäksi valtio-omisteisissa yhtiöissä työskentelee merkittävä määrä suomalaisia työntekijöitä. Lisäksi ne työllistävät ulkomailla niin kotimaisia kuin ulkomaisia työntekijöitä.

Talouden tilanteen jatkuva epävarmuus maailmanlaajuisesti on iskenyt Suomeen Euroopan reuna-alueena erityisen voimakkaasti. Yhdysvaltojen finanssikriisistä alkanut matalasuhdanne on saanut jatkoa Kreikan velkakriisin, Ukrainan poliittisten selkkausten, Venäjän epävarman taloudellisen tilanteen ja viimeisimpänä Kiinan talouden hidastumisen myötä. Samalla teknologia on kehittynyt jättiharppauksin ja palveluiden rakenne muuttunut oleellisesti. Suomi perinteisesti vahvana vientimaana on kärsinyt maailmantalouden ja etenkin Euroopan markkinoiden jäähtymisestä. Nokian liiketoiminta on vuosien mittaan muuttunut merkittävästi, eikä siitä ole enää kantamaan yhteiskunnallista vastuuta samassa mittakaavassa kuin menneinä vuosikymmeninä. Nokian liiketoiminnan muutoksella on ollut paikoittain suuria vaikutuksia kasvaneen työttömyyden vuoksi tietyillä paikkakunnilla.

Jatkuvaan laskusuhdanteeseen tai taloudelliseen taantumaan on Suomen valtio joutunut ottamaan merkittävän määrän valtion velkaa budjettivajeen täyttämiseksi. Viimeisen kymmenen vuoden aikana valtion velka on kasvanut lähes 35 miljardilla eurolla ja sen osuus BKT:sta alkaa lähestyä uhkaavasti 50:tä prosenttia (Veronmaksajat Internet sivu). Tämän johdosta keskustelu valtion omistusten kohtalosta on voimistunut. Samalla tuottovaatimukset valtion omistuksille ovat nousseet entistä merkittävämpään rooliin.

Valtion omistajapolitiikkaa koskevan Valtioneuvoston periaatepäätöksen (2011) mukaisesti valtio toteuttaa sen omistajapolitiikkaa. Siinä määritellään ne tavoitteet ja

tavat joiden mukaan ratkaisuja pyritään tekemään toivotun lopputuloksen saavuttamiseksi. Omistajapolitiikan lähtökohtana voidaan pitää sitä, että valtion yritysvarallisuus on merkittävä osa *kansallisvarallisuutta*. Tämän pohjalta valtio sitoutuu kasvattamaan omistaja-arvoaan pitkäjänteisesti, tukemaan kasvua ja työllisyyttä ja näiden kautta edistämään koko yhteiskunnan kokonaisuutta. Valtion ollessa pitkäjänteinen omistaja, nousee yhtiöiden osingonmaksu ja osinkopolitiikka keskeiseen asemaan. Valtio arvostaa ennakoitavaa, yrityksen rahoitustarpeet ja omistajan intressit huomioon ottavaa osinkopolitiikkaa, jonka lähtökohtana on toimialalla vertailukelpoinen ja mahdollisuuksien mukaan tasainen osinkovirta. Valtion osinko-odotukset arvioidaan vuosittain yhtiöiden taloudellisen tilanteen ja kehittymismahdollisuuksien pohjalta.

1.2 Tutkimuksen tavoite ja keskeiset rajaukset

Tämän tutkimuksen tavoitteena on pyrkiä selvittämään valtion pörssiyhtiöiden osinkopolitiikkaa ja osingonmaksukykyä. Samassa yhteydessä näiden kolmen pörssiyhtiön lisäksi tarkastellaan valtion kokonaan omistamaa holding-yhtiötä Solidiumia. Solidium eroaa luonteeltaan merkittävästi yksittäisistä pörssiyhtiöistä, sillä se omistaa osuuksia Helsingin pörssissä toimivista yhtiöistä, kun vastaavasti valtion pörssiyhtiöt ovat listautuneet pörssiin jokainen omana yhtiönä ja valtio omistaa niiden osakkeista yli 50,1 prosenttia. Tätä tarkastelua tullaan toteuttamaan aikavälillä, joka sijoittuu vuosiin 2009 – 2013.

Taloudessa tapahtuvien muutosten voidaan nähdä olevan melko hitaita, siksi on perusteltua tutkia tapahtumia usean vuoden ajalta, jolloin kerätystä aineistosta voidaan muodostaa luotettava käsitys asian tilasta tietyllä ajanjaksolla. Tämä viiden vuoden periodi on ollut kokonaisuutena katsottuna talouden taantumien aikaa, sisältäen maltillista nousua 2009 vuoden pohjatasosta vuoteen 2011 ja laskien jälleen lähelle pohjatasoa vuoden 2013 aikana. Tämän ajanjakson mukana tuoma haasteellinen markkinatilanne antaa tutkimukselle mielenkiintoisen näkökulman, sillä talouden vaikeina aikoina yleisesti parhaiten menestyvät terveellä rahoituspohjalla toimivat yhtiöt ja vastaavasti suurimmat vaikeudet kohdistuvat heikon taloudellisen tilanteen omaaviin yhtiöihin.

Tutkimuksen tavoitteita pyritään selvittämään seuraavien tutkimuskysymysten pohjalta.

- Ovatko valtion pörssiyhtiöt ja Solidium pystyneet tuottamaan sen omistajilleen merkittävää lisäarvoa vuosien 2009–2013 aikana osingonmaksun muodossa?
- Onko valtion pörssiyhtiöiden osinkopolitiikka erilaista verrattuna muihin Helsingin pörssin suuriin yrityksiin?

Lisäksi tarkoituksena on johtopäätösten yhteydessä esittää pohdintaa siitä, tulisiko valtion ylipäättään toimia omistajana pörssiyhtiöissä ja Solidiumissa. Lisäksi pohditaan millä edellytyksillä omistajuus on perusteltua ja arvioidaan sitä, kuinka tämä on toteutunut viime aikoina.

Osakeyhtiölain 1 luvun 5 § mukaan osakeyhtiön toiminnan tarkoituksena on tuottaa voittoa sen osakkeenomistajille. Edelleen 13 luvun 1 § mukaan yhtiön varoja voidaan jakaa osakkeenomistajille:

- 1) voitonjaosta (osinko) ja varojen jakamisesta vapaan oman pääoman rahastosta
- 2) 14 luvussa tarkoitettu osakepääoman alentamisesta
- 3) 3 ja 15 luvussa tarkoitettu omien osakkeiden hankkimisesta ja lunastamisesta, sekä
- 4) 20 luvussa tarkoitettu yhtiön purkamisesta ja rekisteristä poistamisesta

Tässä tutkimuksessa keskitytään ainoastaan voitonjakoon osinkojen muodossa ja rajataan tutkimuksen ulkopuolelle muut varojen jakotavat. Koska tutkimuksen kannalta on oleellista selvittää valtion omaisuuden, tässä kohdin valtion pörssiyhtiöiden ja Solidiumin tuloksellisuutta, on osingonmaksu luonnollinen valinta tarkastelun kohteeksi. Taloudellista menestystä voidaan mitata monien eri tunnuslukujen perusteella, mutta osingonjako kuvaa selkeästi tuloksenteekokykyä sisältäen menneen ajan ja tulevaisuuden näkymät. Vaikka yhtiöt voivat jakaa osinkoja myös tappiollisen tilikauden jälkeen, antaa osingonjako melko kattavan kuvan yrityksen taloudellisesta tilanteesta ja tuloksellisuudesta.

Osinkopolitiikan osalta tutkimuksessa pyritään selvittämään kuinka suurta osuutta valtion pörssiyhtiöt tuloksestaan jakavat osinkoina. Tarkastelua toteutetaan tutustumalla näiden yhtiöiden määrittämään osinkopolitiikkaan, sekä tarkastelemalla sen toteutumista. Jokainen yritys määrittelee oman osinkopolitiikkansa itsenäisesti. Osinkoa

voidaan jakaa osakeyhtiölain mukaisesti vapaasta omasta pääomasta, kuitenkin vaarantamatta yrityksen maksukykyä.

Tutkimuksessa keskitytään valtion kolmen pörssiyhtiön ja Solidiumin vuotuisesti niiden omistajille jakaman osingon määrään verrattuna tilikauden tulokseen. Tarkastelussa ei kiinnitetä huomiota verotuksessa tapahtuneisiin muutoksiin, eikä oteta huomioon mahdollisesti eri vuosien kannalta voitonjaon järkevyyttä verosuunnittelun myötä. Tutkimuksessa ei tutkita syvällisesti syitä osingonjaon suuruuteen, analysoimalla liiketoiminnan tilaa tai vaihetta. Tällä tarkoitetaan osingonjaon suuruuteen mahdollisesti vaikuttavia investointeja, joita yritykset tekevät eri aikoina eri tavoin. Toinen investointeihin oleellisesti vaikuttava tekijä on se, missä vaiheessa yrityksen toimintakaari kulkee. Mikäli liiketoiminta on vakaantunut, ovat yleensä investoinnit maltillisempia kuin uusilla yrityksillä, jotka aktiivisen toimintansa kehittämisen vuoksi joutuvat tekemään suuriakin investointeja.

1.3 Tutkimuksen menetelmät ja tutkimusaineisto

Tämä tutkimus toteutetaan kvantitatiivisena, eli määrällisenä tutkimuksena. Empiirinen aineisto sisältää paljon prosenttilukuja, sekä muuta numeerista aineistoa, jonka pohjalta pyritään löytämään vastauksia tutkimusongelmaan. Kvantitatiiviselle tutkimukselle on ominaista, että havaintoaineisto soveltuu määrälliseen, numeeriseen mittaamiseen. Muuttujat kyetään muodostamaan tilastollisesti käsiteltävään muotoon, joiden perusteella päätelmiä voidaan tehdä. Tutkittava ilmiö on kyettävä sijoittamaan johonkin teoriasuuntaukseen ja tässä tutkimuksessa keskeisessä osassa on päämies-agentti -teoria, joka soveltuu monelta kannalta tarkasteluun. (Hirsijärvi, Remes & Sajavaara 2007, s136.)

Taloudellista tietoa lukiessa ja analysoitaessa voidaan havaita sen keskeisimpänä esitysmuotona olevan erilaiset numeeriset muuttujat. Tilikauden tuloksen raportoinnissa ja liiketoiminnan arvioinnissa keskeiseen asemaan nousevat prosenttiluvut ja aikaisempien vuosien tulokset. Prosenttilukujen avulla kyetään helposti havainnollistamaan jonkin tietyn ajanjakson tulosta ja sen muutosta. Koska taloudellinen informaatio on pitkälti numeeriseen dataan perustuvaa aineistoa, soveltuu kvantitatiivinen, eli määrällinen tutkimus tähän kokonaisuuteen parhaiten.

Tässä tutkimuksessa tarkoituksena on saada vastauksia siihen miten valtion pörssiyhtiöt ovat tuottaneet lisäarvoa omistajilleen. Kysymykseen miten, vastauksia haetaan vertailevan arviointitutkimuksen avulla. Vertailuasetelma on luonnollinen, sillä sen pohjalta voidaan tehdä johtopäätöksiä aineiston perusteella ja vastata kysymykseen miten. Kvantitatiivisella tutkimuksella saadaan erilaisia määrällisiä suureita asioiden tilasta tai muutoksesta (Pöntinen 2004, s.43). Näiden suureiden pohjalta voidaan arvioida luotettavasti muutosta ja muodostaa päätelmiä vertailuasetelman avulla. Muutoksen ollessa muutaman vuoden aikana kymmenen prosenttiyksikköä, voidaan olla yksimielisiä, että muutos on suuri, mutta jos muutos onkin laskenut muutaman prosentin verran, on yksimielisen päätöksen löytäminen huomattavasti vaikeampaa. (Pöntinen 2004, s.43.) Tällaisissa muutosta kuvaavissa tilanteissa tulee ottaa huomioon vertailtavan kohteen muutos, joka voi olla hyvinkin poikkeava. Taloudessa ja liiketoiminnassa yhden tarkasteltavan yksikön vuotuinen muutos voi olla hyvinkin suuri. Laajemmassa mittakaavassa kuitenkin yrityksen menestys noudattaa markkinoilla vallitsevaa trendiä.

Tutkimuksessa käytettävä aineisto jakautuu teoriaan ja empiiriseen aineistoon. Teoriaosuus koostuu kirjallisesta aineistosta, jossa päämies-agentti -teoria on keskeisessä asemassa. Lisäksi teoriaosuutta täydennetään rahoituksen teorialla, jossa käsitellään osinkojen maksamista ja niiden vaikutusta yrityksen toimintaan ja taloudelliseen asetelmaan. Empiirinen aineisto koostuu valtion pörssiyhtiöiden ja Solidiumin tilinpäätösinformaatiosta. Tätä tietoa on hyvin saatavilla jokaisesta yhtiöstä tehdyistä vuosikertomuksista, sekä valtioneuvoston kanslian vuotuisista raporteista. Vertailtavaa tietoa kerätään OMX Helsinki 25 -yritysten tilinpäätöksistä. Näistä tiedoista muodostetaan numeerinen taulukko, jonka pohjalta vertailua voidaan toteuttaa. Talouden raportoinnin muututtua yhä reaaliaikaisemmaksi, tulee tutkimuksessa käytettävä aineisto sisältämään paljon Internetistä löytyviä lähteitä. Etenkin yhtiöiden raportit ovat helpommin käsiteltävässä muodossa sähköisinä.

1.4 Tutkimuksen rakenne

Tutkimus jakautuu viiteen kappaleeseen, joiden avulla pyritään lähestymään tarkasteltavaa kohdetta loogisessa järjestyksessä. Ensimmäisessä luvussa perehdytään

aiheeseen, käydään läpi tutkimuskysymyksiä ja selvennetään tutkimuksessa käytettäviä menetelmiä. Toisessa luvussa perehdytään tarkoin valtion pörssiyhtiöihin ja Solidiumiin. Niiden toimintojen ymmärtäminen ja liiketoiminnan luonne on keskeisessä asemassa tutkimuksen kannalta. Tutkimuksen edistymisen kannalta on keskeistä sisäistää kunkin yhtiön liiketoiminnan erityispiirteet ja tulevaisuuden näkymät, sekä niiden vaikutus valtiolle. Vaikuttavuus voidaan nähdä tässä kohtaa taloudellisena vaikuttavuutena osinkojen maksun muodossa, sekä strategisen intressin toteuttajana.

Kolmannessa luvussa esitellään teoriaosuus, jonka keskeisenä teoriana toimii päämies-agentti -teoria. Siihen syvennytään tarkoin ja pyritään selventämään sen ulottuvuuksia useasta näkökulmasta tarkasteltuna. Lisäksi teoriaosuudessa käsitellään rahoituksen teoriaa osinkojenmaksun ja osinkopolitiikan osalta. Neljänteen lukuun on koottu empiirinen aineisto, joka kattaa käsiteltävien yhtiöiden, sekä vertailtavien yhtiöiden taloudellista dataa. Tässä luvussa esitellään myös näiden yhtiöiden osalta osinkopolitiikan aineistoa. Viidennessä luvussa ovat tutkimuksen tulokset ja johtopäätökset. Tämän luvun tarkoituksena on koota yhteen tutkimuksessa käsitellyt asiat ja muodostaa vastauksia esitetyille tutkimuskysymyksille. Samassa yhteydessä on tarkoitus myös pohtia valtion omistajuutta laajassa mittakaavassa. Tutkimuksen tulosten pohjalta pyritään saavuttamaan ymmärrys valtion omistajuuden kannattavuudesta nykyaikana ja pohtia sen tulevaisuutta.

Tutkimusta voidaan pitää ajankohtaisena valtion heikon taloudellisen tilanteen myötä. Lisäksi julkisuudessa usein esiin nostettu kritiikki valtion omistajuutta kohtaan antaa tutkimukselle lisäperusteluja. Solidiumin toiminnan kritisoiminen ja Fortumin mahdollisen lisäosingon spekulatiot tukevat myös aiheen ajankohtaisuutta. Fortumin kassavarojen merkittävä kasvaminen on lisännyt mahdollisuutta tulevalle lisäosingolle, jolla olisi oleellinen merkitys valtion taloudelle.

Aikaisempi tutkimus aiheesta keskittyy lähinnä valtion omistajaohjaukseen, kuten sen valvontaan ja raportointiin (Kankaanpää, Oulasvirta & Wacker.) Lisäksi aiempaa tutkimusta on tehty esimerkiksi valtio-omisteisten yhtiöiden strategisista vaihtoehdoista (Ojala, 2011.) Näissä tutkimuksissa tuloksellisuusnäkökulma ei ole tutkimuksen kannalta keskeisessä asemassa. Vastaavasti tässä tutkimuksessa tuloksellisuusnäkökulma osingonjaon myötä on nostettu keskeisimmäksi tarkastelun kohteeksi.

2 VALTION PÖRSSIYHTIÖT JA SOLIDIUM

Valtion pörssiyhtiöillä tarkoitetaan niitä Helsingin pörssissä listattuja yhtiöitä, joista valtio-omistajalla on enemmistö äänivallasta. Enemmistöäänivallan rajana pidetään 50,1 prosenttia yhtiön äänistä. Näistä yhtiöistä voidaan käyttää myös nimitystä valtioenemmistöiset yhtiöt. Käsitteellä voidaan myös viitata Solidiumiin, sillä valtio omistaa sen kokonaisuudessaan. Muita esimerkkejä tällaisista yhtiöistä ovat esimerkiksi Alko ja Posti. Tässä tutkimuksessa kuitenkin keskitytään valtion pörssiyhtiöihin ja Solidiumiin. (Valtioneuvoston kanslia).

Valtion pörssiyhtiöitä ovat Finnair, Fortum ja Neste. Nämä kolme yhtiötä ovat perinteikkäitä suomalaisia pörssiyrityksiä, joihin kaikkiin kohdistuu strateginen intressi. Tässä luvussa esitellään yhtiöiden liiketoimintaa, historiaa, käydään läpi viimeisten vuosien taloudellisia tunnuslukuja, tarkastellaan yhtiöiden toimintaa ja merkitystä valtion näkökulmasta, sekä avataan yhtiöiden tulevaisuuden näkymiä. Solidiumin osalta käydään läpi samoja seikkoja, ottaen huomioon kuitenkin yhtiön erilaiset toimintatavat ja sen aiheuttamat rajoitukset.

2.1 Fortum Oyj

Fortum on vuonna 1998 perustettu energiayhtiö, johon yhdistettiin valtionyhtiö Imatran Voima Oy ja pörssinoteerattu Neste Oyj. Vuonna 2005 öljyliiketoiminta eriytettiin ja näin syntyi erillinen yhtiö Neste Oil Oyj. (Fortum Internet sivu).

Vuosien saatossa Fortumin liiketoiminta on kehittynyt ja laajentunut, sekä volyymilla että maantieteellisesti mitattuna. Nykyään yhtiön tehtävänä on tuottaa, myydä ja jakaa sähköä ja lämpöä, sekä tarjota energia-alan asiantuntijapalveluita asiakkailleen. Yhtiön toiminta on keskittynyt Pohjoismaihin, Baltiaan, Venäjälle ja Puolaan. Yhtiön toimitusjohtajana toimi Tapio Kuula, joka on välillä joutunut olemaan sivussa työstään pitkien sairaslomien vuoksi. (Fortum Vuosikertomus 2013). 22.1.2015 uutisoitiin

Kuulan jäävän työkyvyttömyyseläkkeelle uusiutuneen syövän vuoksi ja hänen tilalleen aletaan etsimään uutta toimitusjohtajaa (Kts esim. Taloussanomat Internet sivu).

Fortumin konserni jakaantuu neljään divisioonaan, jotka ovat: Power, Heat, Russia, Electricity Solutions and Distribution. Power-divisioonaan kuuluu sähköntuotanto ja -myynti tukkumarkkinoilla, sähköntuotantokapasiteetin kehittäminen, sekä asiantuntijapalvelut sähkön- ja lämmöntuottajille. Power-divisioona on kolmanneksi suurin sähköntuottaja Pohjoismaissa muodostaen noin 33 %:n osuuden Fortumin liikevaihdosta. Heat-divisioona sisältää sähkön ja lämmön yhteistuotannon, kaukolämpötoiminnan, sekä yritysten lämpöratkaisut Pohjoismaissa ja Itämeren alueella, ollen johtava lämmöntuottaja Pohjoismaissa, Baltiassa ja Puolassa. Russia-divisioona koostuu nimensä mukaisesti sähkön ja lämmön tuotannosta ja myynnistä Venäjällä, joka on yksi johtavista lämmön- ja sähköntuottajista Länsi-Siperian ja Uralin alueella. Electricity Solutions and Distribution -divisioona vastaa Fortumin sähkön vähittäismyynnistä sekä sähkönsiirrosta, muodostaen kaksi liiketoimintaaluetta, Distribution ja Electricity Sales. Distribution on suurin toimija sähkönsiirrossa Pohjoismaissa. Electricity and Sales on toiseksi suurin sähkönmyyjä noin 1,2 miljoonalla asiakkaallaan, sekä yksi johtavista ympäristömerkityn ja CO₂-päästöttömän sähkön myyjistä Pohjoismaissa. (Fortum vuosikertomus 2013.)

Fortum on kestäväään kehitykseen sitoutunut yhtiö, jonka strategian mukaisesti ydintoiminnot perustuvat hiilidioksidipäästöttömään vesi- ja ydinvoimatuotannon sekä energiatehokkaan sähkön ja lämmön yhteistuotannon vahvaan osaamiseen. Strategiasta voidaan havaita kolme päätekijää. Pohjoismaisen ydinliiketoiminnan vahvistaminen, vakaan kasvun luominen Venäjällä ja vakaan perustan rakentaminen kasvun luomiselle tulevaisuudessa. (Valtion omistajaohjauksen vuosikertomus 2013, s.42.) Lukiessa enemmän yhtiön tuottamaa tietoa, nousee esille useassa kohdassa juuri vahva *osaaminen* ja edistynyt teknologia.

2.1.1 Fortum taloudellista tietoa

Fortum Oyj:n osakkeet on noteerattu NASDAQ OMX Helsingin pörssissä vuodesta 1998 lähtien ja sen kaupankäyntitunnukseksi on FUM1V. Toimialaksi on määritelty

yhdyksuntapalvelut. (Fortum Internet sivu.) Helsingin pörssin listalla Fortum sijoittuu suurten yhtiöiden (large cap) listalle. 19.1.2015 Fortumin kurssi oli 17,90 euroa, joka on ollut suuruudeltaan hyvin tavallinen tarkasteltuna kurssin kehitystä pidemmällä aikavälillä. Kaikkien aikojen ylin noteeraus on vuodelta 2008, jolloin kurssi on ollut 33,00 euroa. Vastaavasti vuoden 2015 alusta tarkasteltuna kurssi on laskenut - 0,39 prosenttia, kahden vuoden muutos on + 28,41 prosenttia ja viiden vuoden muutos puolestaan on - 5,64 prosenttia. (Kauppalehti Internet sivu.) Lukumäärältään osakkeita on 888,37 miljoonaa ja näiden pohjalta markkina-arvoksi muodostuu 15 697,45 miljoonaa euroa yllä mainitulla kurssilla (Fortum Internet sivu). Näiden tietojen valossa voidaan sanoa Fortumin kurssikehityksen olevan hyvin maltillista ja osakkeen hinnan vakiintuneen lähelle 18 euron tasoa.

Henkilökohtaisesti pidempään Fortumia seuranneena olen huomannut osakkeen reagoivan pörssissä tapahtuviin muutoksiin, kuten Ukrainan kriisiin ja talouden yleiseen taantumukseen monia muita yhtiöitä heikommin. Viimeaikainen taloudellinen epävarmuus Venäjällä ja ruplan heikko kurssi ovat toki vaikuttaneet myös Fortumin kurssiin, mutta ei niin voimakkaasti kuin esimerkiksi Nokian Renkaiisiin, vaikka molemmilla on merkittävää liiketoimintaa Venäjällä.

Vuonna 2013 Fortumin liikevaihto oli 6056 miljoonaa euroa, joka oli hieman pienempi kuin edellisinä vuosina. Esimerkiksi vuonna 2010 liikevaihto oli 6296 miljoonaa euroa, jonka jälkeen se on tasaisesti pienentynyt vuosittain. Liikevoitto vuonna 2013 oli 1712 miljoonaa euroa, jääden vuoden 2012 liikevoitosta noin 160 miljoonaa ja vuoden 2011 liikevoitosta 690 miljoonaa euroa. (Fortum vuosikertomus 2013, s.17.) Vastaavasti yhtiön kassavirta on kasvanut huomattavasti, jonka suurimpana syynä voidaan pitää vuonna 2012 aloitettua tehostamisohjelmaa, jonka tavoitteena on kassavirran parantaminen miljardilla eurolla vuosina 2013–2014 (Valtion omistajaohjauksen vuosikertomus 2013, s.43).

Osakekohtainen tulos vuonna 2013 jäi 1,36 euroon, joka oli merkittävästi huonompi kuin esimerkiksi vuoden 2011 1,99 euroa. Tästä huolimatta osakekohtainen osinko nousi aikaisemmasta, yhdestä eurosta vuonna 2013 1,1 euroon. Efekttiivinen osinkotuotto prosentti oli 6,6 %, jota voidaan pitää hyvänä lukuna. Työllistäjänä Fortum on merkittävä yritys, sillä sen palveluksessa työskentelee keskimäärin noin 10 000

henkilöä. Henkilöstön määrä on hieman laskenut, sillä vuonna 2011 työntekijöitä oli keskimäärin hieman yli 11 000. (Fortum vuosikertomus 2013, s. 17–20.)

Taloudellista menestymistään Fortum mittaa kolmen tunnusluvun pohjalta, jotka ovat sijoitetun pääoman tuottoprosentti, oman pääoman tuottoprosentti ja pääomarakenne. Sijoitetun pääoman tuottoprosentin tavoite on 12. Viimeisen viiden vuoden aikana tämä on saavutettu kaksi kertaa. Vuosina 2013 ja 2012 tavoitteesta on jääty huomattavasti (9,2 % ja 10,0 %). Oman pääoman tuottoprosentin tavoite on 14. Ainoastaan vuonna 2013 tätä tavoitetta ei saavutettu, vaan oman pääoman tuottoprosentti jäi 12,0 tasolle. Pääomarakennetta mitataan jakamalla vertailukelpoinen nettovelka käyttökatteella. Viimeisen viiden vuoden aikana on tämä arvo ollut välillä 2,5–3,4, kun tavoitearvoksi on asetettu noin 3. (Fortum Internet sivu.)

2.1.2 Fortum valtion näkökulmasta

Fortumin suurin omistaja on Valtioneuvoston Kanslia, joka omistaa 450 932 988 osaketta, muodostaen 50,76 %:n omistuksen yhtiön koko osakkeista. Kansaneläkelaitos on toiseksi suurin omistaja 0,79 %:n omistuksellaan. 30 suurinta omistajaa muodostavat 56,94 %:n kokonaisomistuksen yhtiön kaikista osakkeista. Toisaalta voidaan ajatella Fortumilla olevan suurta merkitystä myös kansalaisten kohdalla ilman valtionomistus näkökulmaa, sillä kotitaloudet omistavat yli 72 miljoonaa kappaletta Fortumin osaketta, mikä vastaa yli 8 %:a koko yhtiön osakekannasta. (Fortum Internet sivu.)

Valtio omistaa enemmistön kolmesta pörssiyhtiöstä, joista jokaiseen sillä on strateginen intressi. Valtion omistajaohjauksen vuosikertomuksessa 2013 (s.41) on määritelty omistuksen strateginen intressi Fortumin kohdalla ”*sähkön tuotannon häiriöttömyyden varmistaminen myös poikkeusolosuhteissa*”. Sähkön tuottamisen ja jakelun merkitys nykyisessä yhteiskunnassa on koko ajan kasvamaan päin. Kyseisellä omistuksella on haluttu turvata tietty taso mahdollisissa häiriötilanteissa ja pyritty vapautumaan suuresta riippuvuudesta muita toimijoita kohtaan.

Kuten jo aikaisemmin mainitaan, on Fortum merkittävä työllistäjä Suomen kannalta. Valtion omistuksella voidaan vaikuttaa työpaikkojen ja pääkonttoreiden säilyttämiseen kotimaassa, sekä kotimaisen osaamisen sitouttamiseen valtion pörssiyhtiöissä. Ehkä

tärkeimpänä seikkana valtion kannalta voidaan kuitenkin pitää yrityksen maksamia osinkoja. Fortum on vuosien saatossa ollut hyvä ja tasainen osingonmaksaja. Tämä seikka tukee valtion omistajapolitiikassa määrittelemää tasaisen osingonmaksun määritelmää. Tarkemmin osinkojen määrään paneudutaan tutkimuksen empiirisessä aineistossa. Tässä kohdin on kuitenkin hyvä mainita, että vuonna 2013 valtio sai yksin Fortumilta osinkoja 451 miljoonaa euroa (Valtion omistajaohjauksen vuosikertomus 2013, s.23). Tätä summaa voidaan pitää hyvin merkittävänä valtion talouden kannalta ja samalla voidaan arvioida omistajapolitiikan toteutuneen oikealla tavalla. Fortum on aloittanut sähkönsiirtoliiketoimintansa myymistä niin Suomessa, kuin muissakin Pohjoismaissa. Tämä on osa yhtiön tehostamisohjelmaa. Tästä se kirjaa merkittäviä myyntivoittoja (Kts esim. Yle uutinen 12.12.2013). Pelkästään Suomen sähkönsiirtoliiketoiminnan myyntihinta on noin 2,55 miljardia euroa, josta myyntivoittoa on noin 1,8–1,9 miljardia euroa. Näiden myyntitoimien seurauksena on julkisuudessa ollut puhetta Fortumin ylimääräisestä osingosta, jolla olisi myös merkittäviä vaikutuksia valtion taloudelle. Toistaiseksi ainoa konkreettinen muutos on ollut vuonna 2013 osingon määrän korotus aikaisemmasta 1,0 eurosta 1,1 euroon.

2.1.3 Fortumin tulevaisuuden näkymät

Fortumin taloudellinen tulos on sidoksissa taloudellisille, strategisille, poliittisille, yritystaloudellisille sekä operatiivisille riskeille. Tuloksen kannalta yksi merkittävimmistä tekijöistä on sähkön tukkuhinta Pohjoismaissa. Toinen merkittävä tekijä tulokasvun näkökulmasta on Venäjän investointiohjelman valmistuminen. Maailmantalouden epävarmuus ja Euroopan epävakaa taloustilanne tekevät talouden kasvunäkymistä arvaamattomia. Venäjän liiketoiminnan osalta tärkeitä kohtia ovat muun muassa talouden kasvu, ruplan kurssi ja kaukolämpömarkkinoiden sääntelyyn liittyvä kehitys. Fortumin arvion mukaan vuosittainen sähkönkulutus kasvaa Pohjoismaissa keskimäärin 0,5 %. Lähitulevaisuuden kasvuvauhti on pitkälti riippuvainen Euroopan ja erityisesti Pohjoismaiden makrotalouden kehityksestä. (Fortum Internet sivu.)

Kestävä kehitys on yksi Fortumin strategian pääkohdista. Liiketoiminnassa otetaan huomioon taloudellinen, sosiaalinen ja ympäristövastuu omassa toiminnassa, sekä koko

arvoketjussa. Ilmastomuutoksen hillintä ja resurssitehokkuuden parantaminen ovat Fortumin osalta keskeisimpiä kohtia. (Valtion omistajaohjauksen vuosikertomus 2013, s.43.) Fortumin missio kiteyttää myös tulevaisuuden huomioonottavan kehityksen seuraavasti: ”*Fortumin toiminnan tarkoitus on tuottaa energiaa, joka edesauttaa nykyisten ja tulevien sukupolvien elämää. Tarjoamme kestäviä ratkaisuja yhteiskunnan hyväksi ja tuotamme merkittävää lisäarvoa osakkeenomistajillemme*” (Fortum vuosikertomus 2013, s.24).

2.2 Finnair Oyj

Vuonna 1923 perustettu Finnair on yksi maailman vanhimmista edelleen toimivista lentoyhtiöistä. Alunperin yhtiön nimi oli Aero O/Y ja sen perustajana oli Bruno Otto Lucander, joka oli hankkinut kokemusta lentoliikenteestä. Yhtiön ensimmäinen lento tehtiin 20.3.1923 Junkers F 13 D-335 koneella, jolloin postia kuljetettiin Helsingistä Tallinnaan 162 kiloa. Lucander kuoli yllättäen elokuussa 1923, jolloin Junkers-tehdas oli Aeron suurin osakkeenomistaja. Uuden vuosikymmenen alussa suomalaiset sijoittajat hankkivat Junkersin osakkeet itselleen ja näin lentoyhtiöstä tuli kokonaan suomalainen lentoyhtiö. Vuonna 1946 Suomen valtio hankki Aeron osake-enemmistön. Keväällä 1953 Aero alkoi käyttää markkinoinnissaan Finnair nimeä ja siitä tulikin yhtiön virallinen nimi kesäkuussa 1968. (Finnair internet sivu.)

Tänä päivänä Finnairin toiminta on kehittynyt ja kasvanut niin, että voidaan puhua matkailualan konsernista, joka tarjoaa reitti- ja lomamatkalentoja, matkatoimisto- ja rahtipalveluita niin Suomessa kuin ulkomailla. Yhtiön kotikenttänä toimii Helsinki-Vantaan lentokenttä, joka tarjoaa maantieteellisen sijaintinsa ansiosta mahdollisuuden tehokkaaseen toimintaan Aasian markkinoilla. (Valtion omistajaohjauksen vuosikertomus 2013, s.39.) Finnairin itse operoima laivasto on kooltaan 45 konetta ja Finnairin omistama, mutta muiden yhtiöiden operoima laivasto kattaa 25 konetta. Reittilentoja Finnairilla on yli 70 kohteeseen kotimaassa, Euroopassa, Aasiassa ja Pohjois-Amerikassa. **Oneworld**-allianssin ja kahdenvälisten sopimusten myötä reittiverkostoa voidaan pitää entistä kattavampana. Lomalentoja Finnair lentää noin 60 eri kohteeseen, jotka vaihtelevat matkanjärjestäjien ohjelmien ja liikennekausien

mukaan. Yhtiön toimitusjohtajana on vuoden 2013 kesäkuusta lähtien toiminut Pekka Vauramo. (Finnair Internet sivu).

Vauramon edeltäjä Mikä Vehviläinen erosi Finnairin palveluksesta helmikuussa 2013. Vehviläisen eron taustalla oli Keskinäinen eläkevakuutusyhtiö Ilmarisen kanssa tehdyt asuntokaupat vuonna 2011, josta apulaisvaltakunnansyyttäjä teki syyttämättäjättämispäätöksen. (Finnair Taloudellinen katsaus 2012, s.17.) Tapaus nousi voimakkaasti esille uutisoinnissa vuoden 2012 aikana. Kesällä 2012 pörssin kurinpitolautakunta antoi lisäksi Finnairille varoituksen Vehviläisen ja muiden johtajien töihinjäämisbonuksista kertomatta jättämisestä (HS talous, 15.6.2012). Omistajaohjauksesta tuolloin vastannut ministeri Heidi Hautala vaati niiden henkilöiden erottamista yhtiöstä, jotka ovat olleet osallisia palkitsemiskohussa (Taloussanomat 15.3.2012).

Finnair-konserni jakaantuu kahteen liiketoiminta-alueeseen, jotka ovat lentoliikenne ja matkapalvelut. Lentoliikenne vastaa reitti- ja tilauslentoliikenteen sekä rahdin myynnistä, asiakaspalvelusta ja palvelukonseptista, operatiivisesta lentotoiminnasta, sekä lentokaluston hankintaan ja rahoittamiseen liittyvistä toiminnoista. Lentoliikenteeseen kuuluvia yksiköitä ovat kaupalliset toiminnot, operatiiviset toiminnot ja resurssienhallinta, sekä tytäryhtiöt Finnair Cargo Oy, Finnair Cargo Terminal Operations Oy, Finnair Flight Academy Oy, sekä Finnair Aircraft Finance Oy. 2014 vuoden alkupuoliskolla tähän sisältyi myös lentokonehuolto, Finnair Travel Retail Oy ja Finnairin kiinteistöomaisuuden sekä operatiivisen toimintaan liittyvien kiinteistöjen hallinnointi, ylläpito ja toimitilapalvelut. Matkapalvelut liiketoiminta-alueen muodostavat Aurinkomatkat ja sen Virossa toimiva tytäryritys ja joulukuussa 2014 yhdistyneet liikematkatoimistot Area, Suomen Matkatoimisto, Estravel sekä Amadeus Finland. (Finnair Internet sivu.) Liikevaihdon osalta lentoliikenne vastaa lähes koko osuutta konsernin liikevaihdosta, sillä vuonna 2013 sen liikevaihto oli 2174 miljoonaa euroa, kun vastaavasti matkapalveluiden vastaava määrä oli 196,3 miljoonaa euroa (Finnair vuosikertomus 2013, s.68).

Finnairin strategian mukaisesti tarkoituksena on jatkaa vahvaa kehitystä Aasiaan suuntautuvilla kuljetuksilla. Yksittäisenä markkinana Suomi on edelleen Finnairin suurin, mutta Japani ja Kiina ovat kasvaneet vauhdilla. Yhtiön vahvuuksina voidaan pitää erinomaista operatiivista laatua ja tehokkuutta, korkeatasoista palvelua, modernia

laivastoa, jonka avulla pystytään toimimaan polttoainetehokkaasti samalla säästäten luontoa, vakaata rahoitusasemaa tulevien investointien toteuttamiseksi ja Helsinki-Vantaan lentokentän laadukkuutta ja kapasiteettia. Useat lakkouhat ja niistä johtuneet epävarmuustekijät ovat rasittaneet yhtiön luotettavuutta ja imagoa. (Finnair vuosikertomus 2013.)

2.2.1 Finnair taloudellista tietoa

Finnair Oyj:n osakkeet on noteerattu NASDAQ OMX Helsingin pörssissä tunnuksella FIA1S vuodesta 1989 lähtien. Toimialaksi on määritelty kulutuspalvelut ja toimialaluokkana matkustus ja vapaa-aika. Helsingin pörssin listalla Finnair sijoittuu keskisuuriin yhtiöihin. 28.1.2015 yhtiön kurssi oli 3,21 euroa, joka oli 12 kuukauden aikana ylin noteeraus. Vuoden 2015 aikana kurssi oli noussut 29,44 prosenttia. Esimerkiksi kolmen vuoden takaisesta tasosta osake oli noussut yli 23 prosenttia. Kaikkien aikojen ylin noteeraus oli vuonna 2006 13,62 euroa, joten tähän verrattuna osake on tullut voimakkaasti alas. (Kauppalehden internet sivu.) Tarkasteltaessa viimeisen viiden vuoden periodia, voidaan huomata vuotuisten päätöskurssien vakiintuneen noin 2,3 euron ja 2,8 euron väliin. Kaikkiaan Finnairin osakkeita on 128,14 miljoonaa kappaletta, joiden pohjalta markkina-arvoksi muodostuu noin 410,04 miljoonaa euroa. (Finnair Internet sivu.) Osakkeen kurssia ovat etenkin painaneet pitkään jatkunut talouden taantuma Euroopassa ja lentoliiketoiminnan äärimmäisen tiukka kilpailutilanne, jossa halpalentoyhtiöt ovat muokanneet markkinoita.

Vuonna 2013 Finnairin liikevaihto oli 2400 miljoonaa euroa laskien edellisestä vuodesta 2,0 prosenttia. Alhainen Japanin jenin kurssi euroon nähden laski myyntituloja. Vähentynyt loma- ja rahtiliikenteen kysyntä ja varautuminen lakkouhkiin pienensivät liikevaihtoa. Vuodesta 2009 aina vuoteen 2012 liikevaihdon kasvu on ollut tasaista kasvaen alle 2000 miljoonasta eurosta 2449,4 miljoonaan euroon, eikä vuosi 2013 tee suurta poikkeusta tästä trendistä. Liikevoitto vuoden 2013 osalta oli -8,8 miljoonaa euroa, kun se vuonna 2012 oli 33,8 miljoonaa euroa plussan puolella. Näitä lukuja voidaan pitää kuitenkin kohtuullisina, mikäli tarkastellaan 2009–2011 välistä aikajaksoa, jolloin yhtiön liiketulos oli yhteensä noin 216 miljoonaa euroa tappiollinen. (Finnair vuosikertomus 2013, s.60–87.)

Vuonna 2011 Finnair käynnisti rakennemuutos ja säästöohjelman, jonka tavoitteena oli 140 miljoonan euron pysyvien säästöjen saavuttaminen vuoteen 2014 mennessä. Tämä tavoite saavutettiin jo kesäkuussa 2013. Vuonna 2012 käynnistettiin toinen säästöohjelma, jonka tavoitteena ovat 60 miljoonan lisäsäästöt vuoden 2014 loppuun mennessä. Kokonaisuudessaan yhtiö tavoittelee 200 miljoonan pysyviä säästöjä verrattuna vuoden 2010 yksikkökustannustasoon. Vuoden 2013 loppuun mennessä näistä säästöistä oli saavutettu 155 miljoonaa euroa. (Valtion omistajaohjauksen vuosikertomus 2013, s.39.) Säästöohjelmat näkyvät selkeästi tarkasteltaessa henkilöstön määrää viimeisen viiden vuoden aikana. Vuonna 2009 Finnairin palveluksessa työskenteli keskimäärin lähes 8800 henkilöä, kun vuonna 2013 vastaava luku oli enää alle 6000 (Finnair vuosikertomus 2013, s. 77.)

Osakekohtainen tulos vuonna 2013 oli 0,02 euroa kun se vuonna 2012 oli 0,01 euroa. Vuosien 2009–2011 vaikeat ajat heijastuvat myös tässä yhteydessä, sillä tuona aikana vastaavat luvut olivat jokaisena vuotena reilusti negatiivisia. Viimeisen viiden vuoden aikana yhtiö on maksanut osinkoa ainoastaan vuonna 2012. Tuolloin osinko oli 0,1 euroa per osake. (Finnair vuosikertomus 2013, s.77.)

Finnair mittaa ja arvioi toimintaansa useiden liiketoiminnan mittareiden avulla. Tavoitteet ovat asetettu koskemaan kyseistä tilikautta, mutta suurimmalla osalla näistä on vaikutuksia liiketoiminnan parantamiseksi pidemmällä aikavälillä. Esimerkiksi vuonna 2013 tavoitteet saavutettiin henkilöstön hyvinvoinnin, polttoaineen kulutuksen ja päästöjen osalta. Etenkin säästöt polttoaineen kulutuksen osalta ovat merkittävä seikka, sillä juuri tämä on yksi suurin yksittäinen menoerä lentoliikennetoiminnassa. Vastaavasti laskentatoimen näkökulmasta katsotut tavoitteet jäivät saavuttamatta, mikä varmasti selittyy pitkälti heikolla tilikauden tuloksella. Toiminnallisen liikevoiton tavoite oli asetettu vähintään 6 prosentin tasolle liikevaihdosta. Toteuma oli kuitenkin – 0,2 prosenttia liikevaihdosta. Samoin yksikkötuotto tarjotulta henkilökilometriltä, eli RASK-arvo laski 3,8 prosenttia, vaikka tavoitteena oli sen nostaminen. Positiivisena voidaan nähdä yhtiön vahvan taseen säilyttäminen ja aikaisemmin tekemät toimet liiketoiminnan tervehdyttämiseksi, joiden vaikutus heijastuu pidemmälle tulevaisuuteen. (Finnair vuosikertomus 2013, s.11.)

2.2.2 Finnair valtion näkökulmasta

Valtioneuvoston kanslia omistaa 55,81 prosenttia Finnairin osakkeista, mikä tarkoittaa 71 515 426 osaketta. Tämä on prosentuaalisesti reilusti yli puolet koko yhtiön osakkeista ja eniten kaikista kolmesta valtion pörssiyhtiöstä. Markkina-arvolla mitattuna valtion omistus Finnairista on kuitenkin ylivoimaisesti pienin verrattuna Fortumiin ja Nesteeseen. (Finnair Internet sivu.) Valtion omistajaohjauksen 2013 vuosikertomuksen mukaan euromääräinen omistuksen markkina-arvo Finnairin osalta oli 198 miljoonaa euroa, kun vastaava luku Fortumin osalta on 7499 miljoonaa ja Nesteen 1846 miljoonaa euroa (s.34). Tämä kuvastaa hyvin yhtiöiden kokoluokkaa ja havainnollistaa miksi Finnair on keskisuurten yritysten listalla.

Muita merkittäviä Finnairin osakkeenomistajia ovat KEVA 4,8 prosentin omistuosuudella ja Keskinäinen eläkevakuutusyhtiö Ilmarinen 2,87 prosentin osuudella. Kotitalouksien omistuosuutta voidaan myös pitää merkittävänä, sillä lähes 12 prosenttia koko Finnairin osakkeista on kotitalouksien omistuksessa. Tämä määrä on viimeaikoina ollut kasvamaan päin, mikä kertoo suomalaisten vahvasta luottamuksesta kotimaista lentoyhtiötä kohtaan. (Finnair Internet sivu.)

Vaikka Finnair on vähentänyt omaa henkilöstöänsä merkittävästi viime vuosina, työllistää se edelleen itse yli 5000 henkilöä Suomessa. Lisäksi ostopalveluiden kautta sitä voidaan pitää merkittävänä työllistäjänä. Helsinki-Vantaan lentokenttä on Suomen toiseksi suurin työpaikkakeskittymä, mikä indikoi lentoliikennetoiminnan työllistävää vaikutusta. Vuoden 2013 aikana Helsinki-Vantaan lentokentän kautta kulki yli 15 miljoonaa matkustajaa, joista merkittävä osa oli vaihtomatikustajia. (Finnair vuosikertomus 2013.) Vaikka suurin osa matkustajista olikin vaihtomatikustajia, on silti hyvällä lentokentällä positiivinen vaikutus Suomeen tulevien turistien osalta.

Valtion omistuksen strateginen intressi on ”*lentoliikennejärjestelmän toimivuus sekä Helsinki-Vantaan lentokenttään yhtiön kotikenttänä perustuva kansainvälisten lentoyhteyksien riittävän kattava ylläpito*”(Valtion omistajaohjauksen vuosikertomus 2013, s.43). Maailman globalisoitumisen myötä markkinat ovat avautuneet lähes kaikille ja näin lentoliikenteellä on oleellinen osa tässä yhtälössä. Valtio on halunnut olla omalta osaltaan turvaamassa kotimaisen lentoyhtiön ja hyvän kotikentän

toimivuutta. Näin sijainniltaan syrjäinen Suomi on pysynyt kilpailussa mukana ja liikenneyhteydet saatu pidettyä kohtuullisella tasolla.

2.2.3 Finnairin tulevaisuuden näkymät

Lentoliikenteen kasvunäkymiä yleisesti voidaan pitää hyvinä. Erittäin kovan kilpailun ja pääomavaltaisen toimialan vuoksi tuottomarginaalit ovat keskimäärin hyvin pieniä. Suurista investoinneista päätökset tulee tehdä vuosia etukäteen, mikä sitoo pääomia. Yleisesti lentoliikenne on hyvin suhdanneherkkä ala niin yksityismatkustajien kuin liikematkustajien osalta. Jatkuvasti kasvanut asiakkaiden hintatietoisuus aiheuttaa myös omat haasteensa, eikä kilpailutilannetta helpota halpalentoyhtiöiden ja Lähi-Idän lentoyhtiöiden toiminta. Polttoaine on yksittäinen suurin menoerä, jonka hinnalla on suuri merkitys yhtiön tulokseen. Tämän vuoksi Finnair on pyrkinyt jatkuvasti investoimaan yhä polttoainetehokkaampaan laivastoon. Kustannussäästöjä on haettu myös keskittämällä laivastohankinnat pelkästään Airbus-lentokoneisiin. (Finnair vuosikertomus 2013, s. 6,24.)

Maailmantalouden painopisteen siirtyminen Aasian maihin yhä voimakkaammin, on yksi Finnairin strategian kulmakivistä. Yhtiö pyrkii kaksinkertaistamaan Aasian liikenteen tuotot vuoden 2010 tasosta vuoteen 2020 mennessä. Sen tavoitteena on olla halutuin yhtiö paitsi Euroopan ja Aasian välisessä liikenteessä, myös Pohjoismaissa. Näiden tavoitteiden onnistuminen on elintärkeää yhtiön kannattavan liiketoiminnan kannalta. Tämä on kuitenkin mahdollista, sillä maantieteellinen sijainti Aasian liikenteen kannalta on merkittävä kilpailuetu muihin lentoyhtiöihin verrattuna. (Finnair vuosikertomus 2013.)

2.3 Neste Oyj

Neste Oyj on vuonna 1948 perustettu yritys, jonka alkuperäisenä tarkoituksena oli huolehtia Suomen öljyhuollosta. Eduskunta päätti Naantalin jalostamon rakentamisesta vuonna 1954 ja se aloitti toimintansa heinäkuussa 1957. Alkuun tehtaan kapasiteetti oli 800 000 tonnia, josta se nostettiin 2,5 miljoonaan tonniin vuonna 1962. Öljytuotteiden kulutus kuitenkin kasvoi Suomessa ja toiselle jalostamolle oli tarvetta. Toinen jalostamo

aloitti toimintansa vuonna 1965 Porvoon Kilpilahdessa. Myöhemmin öljynjalostuskapasiteetti kasvoi etenkin Porvoossa. Samalla myös liiketoiminta-ala laajeni ja perinteisen öljynjalostuksen, sekä varustamoliiketoiminnan rinnalle tulivat mm. maakaasu, öljyn ja maakaasun etsintä ja tuotanto sekä kemianteollisuus. Vähitellen myös Neste huoltoasemia alkoi ilmestymään autoilevan kansan tarpeisiin. (Neste Internet sivu.)

Vuonna 1995 Neste Oy listautui Helsingin pörssiin, valtion säilyessä pääomistajana. Joulukuussa 1997 valtioneuvosto päätti yhdistää omistamansa Imatran Voima Oy:n ja Neste Oyj:n. Uusi Fortum yhtiö listautui Helsingin pörssiin joulukuussa 1998. Vuonna 2005 öljytoimiala erkaantui Fortumista ja listautui nimellä Neste Oil Oyj. 1.4.2005 Neste Oilin yhtiökokous päätti muuttaa yhtiön nimen Neste Oyj:ksi, joka kuvastaa paremmin yhtiön nykyistä toimintaa. (Neste Internet sivu.)

Nykyisin Neste Oyj:tä voi kuvata liikenteen polttoaineisiin erikoistuneeksi jalostus- ja markkinointiyhtiöksi. Sen toiminta on laajentunut 15:een maahan ollen maailman johtava uusiutuvan dieselin toimittaja. Nesteen asiakkaita ovat öljy-yhtiöt Suomessa ja maailmalla, sekä kuluttaja-asiakkaat Suomessa, Baltian maissa ja Pietarin alueella Venäjällä (Neste Oilin vuosikatsaus 2013, s.5.) Nesteellä on kaksi liiketoiminta-alueita ja neljä raportointisegmenttiä. Liiketoiminta-alueita ovat öljy- ja uusiutuvat tuotteet ja öljyn vähittäismyynti. Raportointisegmentit ovat öljytuotteet, uusiutuvat polttoaineet, öljyn vähittäismyynti ja muut (Neste Oilin vuosikatsaus 2013, s.21.) Yhtiön toimitusjohtajana toimii Matti Lievonon (Valtion omistajaohjauksen vuosikertomus 2013, s.42).

Öljytuotteet raportointisegmentti sisältää öljytuotteiden valmistamisen ja myynnin globaalisti. Neste on keskittynyt erityisesti huippulaatuisten liikenteen polttoaineiden, sekä muiden öljytuotteiden myyntiin. Tämän segmentin kilpailuedun takaavat korkealaatuiset tuotteet, joustavuus ja luotettavuus asiakastoiminnassa, vahva asema Itämeren tukkumarkkinoilla ja yksi Euroopan kehittyneimmistä jalostamoista Porvoossa. Öljytuotteiden liikevaihto vuonna 2013 oli 13,2 miljardia euroa. Maailmanlaajuisesti öljytuotteiden kysyntä kasvoi toista vuotta peräkkäin prosentin verran. Bensiinin kysyntä kasvoi kehittyvissä maissa, kun taas dieselin kysyntä oli keskimääräistä heikompaa johtuen Euroopan epävarmasta taloustilanteesta. Maailmantalouden jatkuva epävarmuus ja geopolittiset jännitteet öljyntuottajamaiden

välillä vaikuttivat raakaöljyn hintaan eniten. Maailmanlaajuisesti Neste on pieni toimija, jonka kilpailijoina voidaan pitää kehittyneitä jalostajia Luoteis-Euroopassa, sekä jatkuvasti laatuun parantavia venäläisiä jalostajia ja Lähi-Idän, sekä Aasian jalostajia, jotka ovat investoineet uusiin jalostamoihin. Vuonna 2013 Neste myi Suomeen yli 6 miljoonaa tonnia öljytuotteita, jäädessä aikaisemman vuoden tasosta 1,1 miljoonaa tonnia. Myynti maan ulkopuolelle kuitenkin kasvoi 10 miljoonaan tonniin aiemman 8,6 miljoonan tonnin sijasta. (Neste Oil vuosikertomus 2013, s.21–28.)

Uusiutuvien polttoaineiden saralla Neste on maailmanlaajuinen edelläkävijä. Tämä perustuu yhtiön omaan NExBTL-teknologiaan ja siihen pohjautuvaan tuoteperheeseen. Tähän kuuluu diesel, lentopolttoaine, ja kemianteollisuuden tarpeisiin soveltuva nafta, propaani ja isoalkaani. Vuonna 2013 uusiutuvien polttoaineiden liikevaihto oli 2,5 miljardia euroa, jota voidaan pitää hyvänä tasona. Uusiutuvien polttoaineiden käytöllä on suuri merkitys luonnon kuormituksen kannalta. Vuoden 2013 aikana Neste valmisti jätteistä ja tähteistä dieseliä noin miljoonan auton vuotuisen käyttötarpeeseen. (Neste Oil vuosikertomus 2013, s.30–32.) Tulevaisuudessa uusiutuvien polttoaineiden merkityksen uskotaan kasvavan voimakkaasti. Uusiutuvia polttoaineita valmistetaan Porvoon, Rotterdamin ja Singaporen jalostamoilla (Valtioneuvoston kanslian vuosikertomus 2013, s.43.)

Öljyn vähittäismyynti on kuluttajille varmasti kaikista tutuin ja näkyvin osa-alue. Itämeren alueella on yli 1000 asemaa, jotka tarjoavat korkealaatuisia tuotteita kuluttajille, suoramyyntinä lämmitysöljyasiakkaille, ammattiliikenteen asiakkaille, teollisuuteen, maatalouteen ja jälleenmyyntiin. Öljyn vähittäismyyntiin kuuluvia tuotteita ovat bensiini, diesel, kevyt ja raskas polttoöljy, voiteluaineet, nestekaasu, lentopetroli, rikki ja liuottimet. Liikevaihto öljyn vähittäismyyntissä oli vuonna 2013 4,5 miljardia euroa, laskien vuoden 2012 tasosta noin 0,4 miljardia. Vuoden 2013 laskeva trendi selittyy pitkälti talouden epävarmalla tilanteella. Dieselin kysyntä on ollut kasvussa johtuen dieselautojen määrällisestä kasvusta ja vastaavasti bensiinin kysyntä on laskenut. Kevyen polttoöljyn kysyntä on myös laskenut, mikä johtuu siitä, että rakennuksien lämmittämisessä käytetään yhä enemmän vaihtoehtoisia lämmitysjärjestelmiä. Baltian maissa kannattavuus kasvoi vuoden 2013 aikana. Nesteen merkittävimmät kilpailijat Suomessa ovat tällä osa-alueella ABC, St1 ja Lukoil, joka toimii Suomessa nimellä Teboil. (Neste Oil vuosikertomus 2013, s.37–39.)

2.3.1 Neste taloudellista tietoa

Nesteen osakkeella on käyty kauppaa Helsingin pörssissä vuodesta 2005 lähtien, jolloin se eriytettiin Fortumista. Kaupankäynti tunnus on NES ja se kuuluu suurten yhtiöiden listalle. Toimialaksi on määritelty öljy ja kaasut. Kaikkiaan osakkeita on 256 403 686 kappaletta ja 23.9.2015 sen hinta oli 21,48 euroa kappaleelta. Tästä muodostuu markkina-arvoksi 5 469 miljoonaa euroa. (Neste Internet sivu.) Kaikkien aikojen ylin noteeraus on vuodelta 2005, jolloin yhden osakkeen hinta oli 32,19 euroa. Vuoden 2015 alusta kurssi on noussut 6,43 prosenttia ja kolmen vuoden muutos on +114,36 prosenttia. (Kauppalehden Internet sivu.)

Vuoden 2013 liikevaihto Nesteellä oli 17 462 miljoonaa euroa, laskien noin 400 miljoonaa euroa vuoteen 2012 verrattuna. 2011 vuonna liikevaihto oli 15 420 miljoonaa euroa, joten liikevaihdon kasvu kahden vuoden aikana on ollut laskusta huolimatta merkittävä. Liikevoitto vuonna 2013 oli 632 miljoonaa euroa, mikä on hyvä tulos verrattuna aikaisempiin vuosiin. Vuonna 2012 liikevoitto oli 324 miljoonaa euroa ja vuonna 2011 273 miljoonaa. Kannattavuutta yhtiö mittaa kolmen tunnusluvun perusteella, jotka ovat oman pääoman tuotto, ROE, sijoitetun pääoman tuotto ennen veroja, ROCE ja sijoitetun pääoman keskimääräinen tuotto verojen jälkeen, ROACE. Vuoden 2013 oman pääoman tuotto oli 19,2 prosenttia, kun se aikaisempina vuosina on ollut 6,3 ja 6,6 prosenttia. Sijoitetun pääoman tuotto ennen veroja oli 13,4 prosenttia, kun se aikaisemmin on ollut 6,6 ja 5,9 prosenttia. Sijoitetun pääoman keskimääräinen tuotto verojen jälkeen oli 11,8 prosenttia kun vertailuvuosien luvut ovat 5,0 ja 2,6 prosenttia. Henkilöstöä yrityksellä on työskennellyt keskimääriin 5000 henkilöä, joka on pysynyt aikaisempina vuosina hyvin samalla tasolla. (Neste Oil vuosikertomus 2013, s.209.)

Vuoden 2013 osakekohtainen tulos oli 2,04 euroa, joka on yli kolme kertaa suurempi kuin vuosien 2012 ja 2011 tulos. Vuonna 2013 Neste maksoi osinkoa 0,65 euroa per osake, mikä on merkittävästi suurempi summa kuin aikaisempina vuosina. Vuonna 2012 osinko oli 0,38 euroa ja 2011 0,35 euroa. Efektiivinen osinkotuotto prosentti oli 4,5 prosenttia, nousten 0,6 prosenttiyksikköä. Vastaavasti osinko tuloksesta prosentti oli

verrattaen matala, vain 31,8 prosenttia. Aikaisemmat prosenttiluvut olivat 62,1 ja 56,5. (Neste Oil vuosikertomus 2013, s.210.)

2.3.2 Neste valtion näkökulmasta

Nesteen suurin osakkeen omistaja on Valtioneuvoston kanslia. Se omistaa osakkeita 128 458 247 kappaletta, joka oikeuttaa 50,10 prosentin omistukseen yhtiöstä. Muita merkittäviä suuromistajia ovat Keskinäinen eläkevakuutusyhtiö Ilmarinen, Keskinäinen työeläkevakuutusyhtiö Varma, Kansaneläkelaitos, Valtion Eläkerahasto ja Kurikan kaupunki. (Neste Oil vuosikertomus 2013, s.201.) Tästä käy hyvin ilmi, että Nesteen omistukset eivät ole pelkästään merkityksellisiä valtion suuren omistuksen myötä, vaan epäsuorasti myös eläkevakuutusyhtiöiden ja yksittäisen kaupungin kannalta. Kotitalouksien omistusosuus oli 14,9 prosenttia, joka on melko suuri määrä (Neste Oil vuosikertomus 2013, s.202).

Vuonna 2013 valtion saama osinko oli 83,5 miljoonaa euroa kasvaen lähes 35 miljoonaa vuoden takaisesta (Valtioneuvoston kanslian vuosikertomus 2013, s.42). Edellisten vuosien aikana yhtiö on tuottanut osinkoa valtiolle suhteellisen tasaisesti 32–49 miljoonaa per vuosi, joten vuoden 2013 osinkoa voidaan pitää poikkeuksellisen korkeana. Liikevaihdolta mitattuna Neste on Suomen *suurin* yhtiö. Samalla se on myös merkittävä polttoaine- ja arvonlisäveron kerääjä. Työllistävyyden näkökulmasta yhtiö tarjoaa töitä noin 5000 omalle työntekijälle ja tämän lisäksi urakoitsijoille, jolloin työllistävä vaikutus on kaikkiaan noin 7600 henkilöä. Myymistään polttoaineista Neste tilittää huoltovarmuusrahastoon kerättävää huoltovarmuusmaksua, sekä maksaa tuomastaan öljystä öljysuojamaksua. Huoltovarmuusrahaston tarkoituksena on turvata yhteiskunnan ja sen toimijoiden perustarpeet poikkeusolosuhteissa. (Neste Oil vuosikertomus 2013, s.95.) Valtion kannalta kenties kaikkein merkittävimpänä tekijänä Nesteen kohdalla voidaan kuitenkin pitää sen strategista intressiä. Huoltovarmuus ja polttoainehuollon varmistaminen poikkeavissa olosuhteissa esimerkiksi sodan tai muun merkittävän kriisin aikana on ensisijaisen tärkeää. Ilman toimivaa polttoainejakelua eivät tavarat ja ihmiset pääse liikkumaan, mikä haavoittaa nykyistä yhteiskuntarakennetta välittömästi. Neste varastoi ja ylläpitää huoltovarmuusvarastoja

jatkuvasti normaali olosuhteissa, joten sen tekemä työ voidaan nähdä yhteiskunnan kannalta merkittävänä turvallisuuden luojana.

2.3.3 Nesteen tulevaisuuden näkymät

Tasaisen kasvun, terveen liikepohjan ja edistyksellisen jalostamotekniikan pohjalta Neste on hyvä jatkaa toimintaansa. Edellytykset hyvälle toiminnalle ovat rakennettu vuosien saatossa ja korkealaatuiset tuotteet ovat yhtiön yksi keskeisimmistä toimintavälteistä. Myös uusiutuvien polttoaineiden jatkuva kehittyminen ja voitolliseksi kääntynyt toiminta tuovat lisää leveyttä yhtiön tarjontaan parantaen kilpailuetua.

Maailmantalouden jatkuva epävarmuus heijastuu kuitenkin voimakkaasti öljynjalostus liiketoimintaan, vaikuttaen kysyntään ja raaka-aineiden hinnanmuutoksiin. Maailmanlaajuisesti öljyn kysynnän odotetaan jatkavan kasvuaan, mutta uudet jalostamot Aasiassa ja Lähi-Idässä kasvattavat jatkuvasti myös omaa kapasiteettiaan. Neste kehittyneiden jalostamoiden uskotaan kuitenkin pärjäävän tässä kilpailussa hyvin. Korkealaatuisten perusöljyjen kysynnän odotetaan kasvavan, kun taas vastaavasti perusöljymarginaaleihin odotetaan kohdistuvan paineita johtuen ylikapasiteetista. Yhdysvaltain poliittisilla päätöksillä tulee olemaan merkitystä etenkin uusiutuvien polttoaineiden markkinoihin. (Neste toimintakertomus 2013, s.207.)

Muita liiketoimintaan vaikuttavia tekijöitä ovat Venäjän raakaöljyn hinta ja maan yleinen talous. Vuonna 2013 venäläisen raakaöljyn osuus Nesteen koko raakaöljyhankinnoista oli 81 prosenttia (Neste toimintakertomus 2013, s.28). Luonnollisesti myös ruplan kurssi, joka on ollut hyvin epävakaa, vaikuttaa liiketoiminnan tulokseen. Öljyn markkinahinnan voimakkailla vaihteluilla on myös merkittävä vaikutus yhtiön toimintaan. Lisäksi dollarin kurssilla suhteessa euroon on vaikutuksia tulokseen. Euron heikkeneminen vaikuttaa positiivisesti Nesteen vientiin. Jatkuvasti kehittyvä tekniikka ja sen mukana tuomat vaihtoehtoiset energialähteet tuovat tulevaisuudessa omat haasteensa. Etenkin ympäristöystävällisemmät ratkaisut ovat kasvattaneet suosiotaan ja osa kuluttajista pyrkii jo käyttämään niitä. Sähköautot ja muut liikenteen vaihtoehtoiset energialähteet ovat vielä hyvin kehittymättömiä, mutta

niiden kehittyessä ja yleistyessä tulee polttoaineen kysyntä heikkenemään. (Neste toimintakertomus 2013.)

2.4 Solidium Oy

Suomen valtioneuvoston 21.10.2008 tekemän päätöksen mukaisesti valtion kokonaan omistama Solidium Oy muutettiin valtion ei-strategisista pörssiomistuksista huolehtivaksi sijoitusyhtiöksi. 11.12.2008 Solidiumiin siirrettiin valtion omistukset kahdeksassa pörssiyhtiössä ja myöhemmin sille siirrettiin vielä Elisa Oyj:n osakkeet. (Solidium vuosikertomus 2009, s.1.) Osakeomistusten arvo siirtohetkellä joulukuussa 2008 oli 5,5 miljardia euroa. Solidium on valtioneuvoston kanslian omistajaohjauksen alainen erityisyhtiö, jonka tarkoituksena on pitkäjänteinen omistusarvon kehittäminen. Lisäksi sen tarkoitus on vahvistaa ja vakauttaa kotimaista omistusta kansallisesti tärkeissä yhtiöissä. (Solidium yrityseseittely, s.6–10.)

Omistaja & Sijoittaja -lehden julkaisussa ministeri Jyri Häkämies avaa Solidiumin tehtävää ja tarkoitusta. Yhtiön perustamishetkellä talouden tila maailmanlaajuisesti oli todella epävakaa. Osittain tämän vuoksi Solidiumista tehtiin instrumentti, jonka avulla voidaan ostaa osakkeita yhtiöistä, joiden omistamisella katsotaan olevan kansallisesti merkittävä vaikutus. Häkämiehen mukaan kuitenkin Solidiumin sijoitusten tulee perustua taloudellisesti kannattaviin päätöksiin. Itsenäisenä osakeyhtiönä Solidium kykenee toimimaan nopeammin, kuin valtion budjettirahoituksen piirissä. Yhtiö rahoittaa kauppansa tulorahoituksella ja velkapääomalla, jolle kuitenkin on asetettu raja-arvot. Solidiumin toimiessa valtion budjettitalouden ulkopuolella, saa yhtiö näin ollen myös osinkotulot itselleen. Omasta tuloksestaan puolestaan Solidium maksaa osinkoa valtiolle, joten valtio saa suurimman osan Solidiumin tuotosta. (2009.)

Solidiumin visiona on toimia pitkäjänteisenä ja vastuullisena omistajana, joka pyrkii aktiivisen omistajuuden keinoin kasvattamaan omistamiensa yhtiöiden omistaja-arvoa yhteistyössä muiden omistajien kanssa. Vaikutuskeinoina voidaan nähdä hallitusten jäsenten valintaan vaikuttaminen, sekä omistajien kannanottoa edellyttävien osakeantien ja yritysjärjestelyiden valmisteluun osallistuminen. Solidiumin osakesalkussa oli vuonna 2013 yksitoista pörssilistattua yritystä, joissa kaikissa se toimii

vähemmistöomistajana. Vuonna 2015 omistuksiin lukeutuu kahdentoista yrityksen osakkeita. Yhtiön toimintatapoihin kuuluu tiivis yhteydenpito salkkuyhtiöiden hallituksiin ja johtoon. Yhtiöiltä edellytetään tuloksellisuutta ja yritys vastuuta. Vaikka yhtenä tärkeimpänä tarkoituksena on rahoituksen allokoiminen kotimaisiin yrityksiin, ei sijoituspäätöksiä tehdä silti pelkän kotimaisuuden nojalla, vaan niiden tulee olla taloudellisesti tuottavia. Tuloksellisuuden edellytysten tukeminen lisää salkkuyhtiöiden mahdollisuuksia keskittyä tehokkaaseen toimintaan. Tämä luo perustaa sinivalkoiselle kasvulle ja toteuttaa valtion tehtävää omistusyhtiönä. (Solidium vuosikertomus 2013, s.3–6.)

Solidiumille on tärkeää, että sen omistamat yritykset kantavat taloudellista, ympäristöllistä ja sosiaalista vastuuta omassa toimintaympäristössään. Vuoden 2012–2013 välisenä aikana Talvivaara oli usein esillä yritys vastuuasioihin liittyen. Yhtiöltä kuitenkin edellytetään samoja periaatteita kuin muiltakin salkkuyhtiöiltä, kuten sitoutumista vastuullisiin toimintatapoihin, jotka mahdollistavat pitkäjänteisen ja kannattavan toiminnan. Tähän nojaten Solidium osallistui vuonna 2013 Talvivaaran merkintäetuoikeusantiin, merkitsemällä uusia osakkeita 23 miljoonalla eurolla ja toissijaisessa merkinnässä uusia osakkeita 24 miljoonalla eurolla, tullen Talvivaaran suurimmaksi omistajaksi 16,7 prosentin omistusosuudella. (Solidium vuosikertomus 2013, s.7.)

Salkkuyhtiöiden hallitukset ovat yksi Solidiumin kiinnostuksen kohteista. Tarkoituksena on saada jokaiseen yhtiöön paras mahdollinen hallitus ja tässä Solidium pyrkii olemaan aktiivinen toimija. Omistajat valitsevat hallituksen ja hallituksen tehtävänä on varmistaa että yhtiöllä on sellainen johto, joka kykenee viemään sen toimintaa eteenpäin. Vuonna 2013 noin 33 prosenttia hallituksen jäsenistä oli naisia. Tarkoituksena on jatkossakin saada lisää naisia yritysten hallituksiin. Jatkuva yhteydenpito salkkuyritysten välillä on kehittynyt kuluvien vuosien aikana. Vaikka yhtiöiden hallituksissa on tuttuja henkilöitä, perustuu toiminta pääsääntöisesti samaan informaatioon, joka on saatavilla kaikille muillekin omistajille. (Solidium vuosikertomus 2013, s.7.)

2.5 Solidium valtion näkökulmasta

Solidium on luonteeltaan merkittävästi erilainen kuin valtion pörssiyhtiöt. Valtion pörssiyhtiöt kehittävät omaa toimintaansa ja toimivat selkeästi oman liiketoimintansa parissa. Niiden tarkoituksena on kehittyä, pysyä mukana vallitsevassa kilpailussa markkinoilla ja tuottaa voittoa omistajilleen. Näitä samoja elementtejä voidaan toki soveltaa myös Solidiumiin, mutta yhtiön toimintatapa on hyvin erilainen luonteeltaan.

Valtion pörssiyhtiöiden ydinliiketoiminta on helposti havaittavissa, kuten öljyn jalostus ja lentoliikenteen kehittäminen. Solidiumin kohdalla ei ole yhtä yksittäistä tuotetta, palvelua tai ydinosaa, jonka toimiessa yhtiö toimisi maksimaalisesti. Koska Solidiumin pääomat ovat sijoitettu ja hajautettu useisiin eri yrityksiin, on sen tuloskehitys lähes täysin riippuvainen näiden toiminnasta ja markkinoiden trendeistä. Oman liikkumavaran mahdollistaa kuitenkin sen aktiivinen kaupankäynti ja mahdollisuus reagoida salkkuyrityksissä tapahtuviin muutoksiin.

Solidiumin tilikausi on hieman poikkeava verrattuna valtion pörssiyhtiöihin. Se on 1.7.XXXX–30.6.XXX1. Tämän tutkimuksen kannalta on tärkeää vertailla yhtiöiden toimintaa tilikausittain. Näin ollen Solidiumin tilikaudella 2013 tarkoitetaan tilikautta, joka sijoittuu kalenterissa aikavälille 1.7.2012–30.6.2013.

Vuosi 2013 oli Solidiumille poikkeuksellinen siinä mielessä, että sen tilikauden tulos oli ensimmäistä kertaa tappiollinen. Tappiota kertyi 232 miljoonaa euroa. Aikaisempina vuosina tilikauden voitto on vaihdellut huomattavasti, 131 miljoonasta 531 miljoonaan. Yhtiö raportoi vuosikertomuksessaan substanssiarvonsa, joka on laskettu varat – velat (julkisesti noteeratut arvopaperit ja sijoitusrahastot on arvostettu viimeiseen kaupantekopäivän kurssiin laskennallinen verovelka huomioiden ja muut tase-erät kirjanpitoarvoonsa).

Vuonna 2009 yhtiön substanssiarvo oli noin 5,7 miljardia euroa. Parhaimmillaan vuonna 2011 substanssiarvo oli 8,3 miljardia euroa. Vuonna 2013 yhtiön substanssiarvo oli laskenut huipustaan yli miljardin, ollen 6,9 miljardia euroa. (Solidiumin vuosikertomus 2011, 2013.) Tämä kuvastaa hyvin sitä, kuinka herkkä yhtiön arvo on markkinoilla vallitseville trendeille. Toisaalta substanssiarvo ei ole se kaikkein tärkein mittari, jonka perusteella yhtiön toimintaa arvioidaan, vaan valtion kannalta merkittävin mittari on voitonjako. Omilla valinnoillaan Solidium kykenee kuitenkin vaikuttamaan substanssiarvoonsa. Onnistuneilla ja oikea-aikaisilla ostoilla, sekä myynneillä

Solidiumin on mahdollista parantaa tuloksellisuuttaan ja kasvattamaan substanssiarvoaan.

Solidium on jakanut voittoa valtiolle 2010–2013 vuosien tuloksesta yli 2,5 miljardia euroa. Vuosittainen voitonjako on kasvanut tasaisesti. Ensimmäisen kokonaisen tilikauden jälkeen vuonna 2010 Solidium jakoi voittoa 356 miljoonaa euroa. Vuonna 2011 voitonjako kasvoi lähes tuplaten 660 miljoonaan euroon. Kahtena seuraavana vuonna voitonjako on ollut 800 miljoonaa euroa. (Solidium vuosikertomus 2011,2013.) Tämän perusteella yhtiön toiminnan voisi olettaa olevan onnistunutta ja ajavan valtion tarkoitusta. Vuoden 2013 aikana yhtiön sijoitusten tuotto oli 13,9 prosenttia ja osakesijoitusten tuotto 15,2 prosenttia. Samaan aikaan OMX Helsinki Cap-tuottoindeksi nousi 21,7 prosenttia. Vuonna 2012 sijoitusten tuotto oli -14,6 prosenttia ja osakesijoitusten tuotto oli -16,9 prosenttia, OMX Helsinki Capin ollessa -19,9 prosenttia. Vuonna 2011 sijoitusten tuotto oli 15,1 prosenttia ja osakesijoitusten 15,1 prosenttia, OMX Helsinki Capin ollessa 16,1 prosenttia. Vuonna 2010 sijoitusten tuotto oli 34,6 prosenttia ja osakesijoitusten tuotto 35,1 prosenttia, OMX Helsinki Capin ollessa 31,8 prosenttia. (Solidiumin vuosikertomukset.)

Solidium ostaa ja myy osakkeita sen analyysien ja strategian mukaisesti. Sijoituksilla ei haeta nopeaa tuottoa, vaan tarkoituksena on pitkäjänteinen toiminta. Samalla halutaan turvata tiettyjen tärkeiden yhtiöiden omistajuus ja niiden pysyvyys Suomessa. Solidiumilla on myös mahdollisuus toteuttaa ostoja tilanteissa, joissa se katsoo jonkun yrityksen arvostuksen olevan liian matalalla tasolla ja näin ollen turvata kotimaisen omistajuuden säilyminen yhtiöissä.

Vuoden 2013 tilikauden jälkeen Solidiumilla oli salkussaan yhdentoista yhtiön osakkeita, joissa se toimi vähemmistöomistajana. Seuraavaksi käydään läpi yhtiöt, selvennetään niiden omistajuutta ja toimialaa. Taloudellinen informaatio koskee vuoden 2013 tilinpäätöksen päätösarvoja.

1. Tietoliikenne ja ICT-palveluyritys Elisa, josta Solidiumin omistus oli 10 prosenttia, vastaten koko Solidiumin salkusta 3,5 prosenttia. Omistuksen markkina-arvo oli 252 miljoonaa euroa ja saatu voitonjako 21,8 miljoonaa euroa vuonna 2013.

2. Vedenkäsittelyn kemikaaleihin keskittynyt Kemira, josta Solidiumin omistus oli 16,7 prosenttia, vastaten 4,2 prosenttia koko salkusta. Omistuksen markkina-arvo oli 301 miljoonaa euroa ja saatu voitonjako 13,7 miljoonaa euroa.
3. Erilaisia ratkaisuja kaivos-, maarakennus-, massa-, paperi-, ja voimantuotanto- sekä öljy- ja kasvuteollisuudelle tuottava Metso, josta omistus oli 11,1 prosenttia, vastaten 6,0 prosenttia koko salkusta. Omistuksen markkina-arvo oli 436 miljoonaa euroa ja saatu voitonjako 30,9 miljoonaa euroa.
4. Maailman johtava ruostumattoman teräksen valmistaja Outokumpu, josta omistus oli 21,8 prosenttia, vastaten 3,1 prosentin osuutta koko salkusta. Markkina-arvo oli 226 miljoonaa euroa eikä Outokumpu ei ole maksanut osinkoa lähivuosina.
5. Mineraalien käsittelyn ja metallinjalostuksen teknologiayhtiö Outotec, josta omistus 10,0 prosenttia, vastaten 2,3 prosenttia koko salkusta. Markkina-arvon oli 169 miljoonaa euroa ja saatu voitonjako 5,5 miljoonaa euroa.
6. Terästuottaja Rautaruukki, josta omistus oli 39,7 prosenttia, vastaten 3,4 prosenttia salkusta. Markkina-arvo oli 246 miljoonaa ja saatu voitonjako 11,1 miljoonaa euroa.
7. Vahinkovakuutus- ja henkivakuutusyhtiö Sampo, josta omistus oli 14,2 prosenttia, vastaten 32,9 prosentin osuutta salkusta. Omistuksen markkina-arvo huomattavan suuri 2374 miljoonaa euroa ja saatu voitonjako 107 miljoonaa.
8. Metsäteollisuusyhtiö Stora Enso, josta omistus oli 12,3 prosenttia, vastaten 7,4 prosentin osuutta salkusta. Omistuksen markkina-arvo oli 536 miljoonaa euroa ja voitonjakoa 29,1 miljoonaa.
9. Kaivososakeyhtiö Talvivaara, josta omistus oli 16,7 prosenttia, vastaten *vain* 0,6 prosenttia koko salkusta. Omistuksen markkina-arvo oli 45,5 miljoonaa euroa, eikä Talvivaara jakanut osinkoa.
10. Televiestintäoperaattori TeliaSonera, josta omistus oli 11,7 prosenttia, vastaten jopa 35 prosentin osuutta koko salkusta. Omistuksen markkina-arvo oli huomattava, jopa 2523 miljoonaa euroa ja voitonjakokin 172,2 miljoonaa euroa.
11. Tietotekniikka-, tuotekehitys- ja konsultointipalveluyhtiö Tieto, josta omistuosuus oli 10,1 prosenttia, vastaten 1,5 prosentin osuutta salkusta. Markkina-arvon ollessa 108 miljoonaa euroa ja voitonjako oli 6,2 miljoonaa euroa. (Solidium vuosikertomus 2013, s.28–49.)

Käydessä läpi Solidiumin salkkuyhtiöitä, nousee mieleen muutama huomio. Salkussa on toimialojen kohdalla jonkin verran päällekkäisyyksiä. Tästä esimerkiksi Elisa ja TeliaSonera ovat toistensa kilpailijoita televiestinnässä. Rautaruukki ja Outokumpu vastaavasti toimivat molemmat terästeollisuuden parissa. Omistusosuuksissa on suuria eroavaisuuksia. TeliaSoneran osakkeet vastaavat koko salkun osakkeista 35 prosenttia, kun Talvivaaran osuus on vain yhden prosentin luokkaa. Toimialajakauman mukaan tietoliikennepalvelut muodostavat 38 prosentin osuuden koko salkusta ja rahoitus 33 prosenttia. Nämä kaksi toimialaa vastaavat yli 70 prosentin osuutta Solidiumin osakesalkusta. Solidium itsessään ei ole merkittävä työnantaja, sillä se työllistää 11–12 henkilöä, mutta sen salkkuyrityksillä on suuri työllistävä vaikutus Suomessa ja maailmalla. (Solidium vuosikertomus 2013, s.25–26.)

2.5.1 Solidiumin tulevaisuuden näkymät

Taloudelliselta tilalta Solidiumia voidaan pitää terveenä yhtiönä. Sen omavaraisuusaste oli vuoden 2013 tilikauden lopussa 88 prosenttia. Lisäksi yhtiöllä oli 660 miljoonan euron rahavarat, 300 miljoonan luottolimiitti ja 400 miljoonan määräinen yritystodistusohjelma, jonka puitteissa se voi laskea liikkeelle alle vuoden mittaisia yritystodistuksia (Solidium vuosikertomus 2013, s. 57.) Tämän perusteella yhtiön maksuvalmiutta voidaan pitää erittäin hyvänä, mikä tarjoaa mahdollisuuksia reagoida markkinoilla tapahtuviin muutoksiin tarvittaessa nopeallakin aikataululla.

Yhtiön toimintaan liittyvät keskeisimmät strategiset riskit ja finanssiriskit syntyvät markkinavoimista. Nämä aiheuttavat volyymien ja markkina-arvojen heilahteluja, jotka puolestaan voivat vaikuttaa voimakkaasti yhtiön sijoituskohteiden arvojen ja tulosten vaihteluun, rahoituksen saatavuuteen, sekä pitkántähtäimen liiketoimintatavoitteiden saavuttamiseen. (Solidium vuosikertomus 2013, s. 57.)

Toisaalta strategiset riskit ja finanssiriskit voivat syntyä myös väärän strategian valinnasta, puutteellisesta johtamisesta tai seurannasta, sekä hitaasta reagoinnista vallitsevassa markkinatilanteessa. Yhtiön toiminnan merkittävimmät riskit ovat sijoitustoimintaan liittyviä osake-, korko-, valuutta- ja likviditeettiriskejä. Näillä markkinoihin liittyvillä riskeillä voi olla suuri merkitys yhtiön tulokseen ja yhtiön omistamien osakkeiden markkinahintojen muutoksista johtuen. (Solidium vuosikertomus 2013, s. 57.)

Solidium uskoo osinkojen, mahdollisten myyntivoittojen, mahdollisten arvonalentumisien ja niiden palautusten muodostavan jatkossakin pääosan yhtiön tuloksesta. Solidium uskoo yhtiön osinkotulojen olevan tulevaisuudessa samalla tasolla kuin vuonna 2013, eli 398 miljoonan euron luokkaa. (Solidium vuosikertomus 2013, s. 57.)

Kuten edellä on selvennetty, yhtiön toiminta on hyvin voimakkaasti riippuvainen markkinoiden yleisestä trendistä. Mahdolliset nousut ja laskut arvojen osalta voivat olla hyvinkin voimakkaita vuoden aikana. Tästä syystä on tärkeää arvioida tilannetta pitkän tähtäimen mukaisesti, eikä ainoastaan keskittyä yksittäisen vuoden lukuihin. Solidium on sijoittanut varojaan yhdentoista eri yhtiön osakkeisiin, joka omalla tavallaan luo suojaa hajautuksen parissa. Tosin yhtiöiden toimiminen samalla toimialalla hieman syö tätä etua. Hyvä taloudellinen tilanne ja käytössä olevat likvidit varat mahdollistavat yhtiön toimien onnistumista. Tässä kohdin on tärkeää, että valitut strategiat ovat oikeita ja ne tuottavat arvonnousua tulevaisuudessa. Tämä vaatii kovaa työtä ja onnistuneita päätöksiä vaikeissa markkinaolosuhteissa.

3 TEOREETTINEN VIITEKEHYS

3.1 Agenttiteoria

Agenttiteoria lähtee liikkeelle siitä, että on olemassa kaksi roolia, päämies ja agentti. Omistaja edustaa päämiestä ja hänen agenttinsa on yritysjohtaja. Omistaessaan osakkeita osakeyhtiössä, syntyy omistajalle samalla mahdollisuus käyttää valtaa siinä suhteessa, johon omistusosuus antaa mahdollisuuden. Kun yrityksessä on yritysjohtaja, siirtää osakkeen omistaja hänelle suurimman osan vallasta, koska yritysjohtajalla on liiketoiminnallinen osaaminen. Näin päädytään tilanteeseen, jossa omistajalla on rahat ja palkatulla yritysjohtajalla liiketoiminnallinen osaaminen tehtävän hoitamiseksi. Syntyy tilanne, jossa omistaja eli päämies haluaa valvoa, että yritysjohtaja, eli agentti työskentelee hänen intressinsä mukaisesti. (Hirvonen, Niskakangas & Steiner 2003, s.29–30.)

Berle & Means ovat jo 1930-luvulla tehneet havaintoja omistajien ja johdon hajautumisesta siinä määrin, ettei yksittäiselle sijoittajalla ole enää mahdollisuuksia kontrolloida yhtiötä ja sen johtoa. Todellinen valta yhtiössä on siirtynyt sen johdolle, joka on luonut tilanteen, jossa johto voi käyttää valtaansa ja yhtiön omaisuutta omien etujensa mukaisesti, yhtiön etujen siasta. (Berle & Means 1947, s. 119–123.)

Päämies-agenttiteorian mukaan yrityksen johto, johon lukeutuu hallitus, toimitusjohtaja ja hallintoneuvosto, toimivat yhtiössä osakkeenomistajien agenttina. Agenttisuhteen mukaan johdon tulee edistää yhtiön ja sen omistajien etua, pyrkimällä lisäämään osakkeenomistajan omistuksen arvoa. OYL 1 luvun 8§ mukaan johdon on huolellisesti toimien edistettävä yhtiön etua. Toimiva agenttisuhte edellyttää johdon lojaalisuutta omistajia kohtaan. Palkattu ulkopuolinen johto luo ansaintamahdollisuuksia omistajille, mutta samalla kasvattaa riskiä.

Omistajan tulee pystyä varmistamaan, että johto toimii sen etujen mukaisesti kaikissa mahdollisissa tilanteissa. Omistajien tulee valvoa, että johto toimii heidän intressien mukaisesti, josta syntyy agenttikustannuksia. (Mähönen & Villa 2015, s.239–242.) Scott (2015) nostaa esille moral hazard -käsitteen, jolla hän viittaa asiantilaan, jossa

palkattu johtaja ei toimi parhaalla mahdollisella tavalla. On mahdollista, että palkattu johtaja ei käytä kaikkea mahdollista osaamistaan yrityksen edun maksimoimiseksi.

Agenttikustannus on agenttiteorian kannalta keskeinen käsite. Agenttikustannus voidaan jakaa kolmeen osaan: valvontakustannuksiin, takuukustannuksiin ja residuaalitappioon, joka syntyy siitä, ettei agentti kuitenkaan toimi täysin päämiehen intressin mukaisesti. Agenttikustannus on se kustannus, joka syntyy sijoittajalle, kun hän pyrkii huolehtimaan, että pääomia käytetään hänen, eikä kenenkään muun intressien mukaisesti. Tyypillinen keino ohjata toimintaa omistajien haluamaan suuntaan on työsuhdeoptiot. Ne pienentävät sijoittajien omistusosuutta, koska osa tuotosta annetaan yritysjohdolle, mutta näiden kautta sijoittajat uskovat yrityksen käyttäytyvän oikealla tavalla ja saavansa taloudellista lisäarvoa tätä kautta. Tästä voidaan käyttää myös nimitystä motivointikustannukset. (Hirvonen & kumppanit 2015, s.30–32.)

Agenttiteorian mukaan valvontajärjestelmän tulisi olla sellainen, että yrityksen epäonnistuuessa johto kantaisi mahdollisimman suuren osan agenttikustannuksista. Yritysjohtajan tulisi antaa takeet että hän työskentelee hyvin ja menestyksekkäästi. Takeet liittyvät usein osakejohdannaisiin järjestelmiin, kuten optioihin. Kun osakkeen kurssi laskee, vakuus realisoidaan, eikä johtajalle jää saatavaksi mitään lisähyötyä. Hyvin hoidetusta tehtävästä agentti vastaavasti saa palkkion. Tämän tyyppisiä järjestelmiä rakennetaan informaatiokuilun vuoksi. Tällä tarkoitetaan sitä, että johdolla on parempi tieto yrityksen tilasta kuin omistajalla. Näin pyritään turvaamaan omistajien oikeuksia ja estämään johdon käyttämästä hyväkseen parempia tietojaan väärin käyttötarkoituksiin. (Hirvonen & kumppanit 2003, s.30–32.)

Päämies-agenttiteorian yksi keskeisimmistä kysymyksistä on, kuinka johto saadaan toimimaan omistajien ja yhtiön edun kannalta parhaalla mahdollisella tavalla. Tätä voidaan arvioida erilaisten mittareiden avulla, joihin voidaan pitää osakkeen arvon kehitystä, yhtiön osingonjakokykyä, voiton määrää ja toiminnan tehokkuutta. Tehtävässään epäonnistuneen johdon korvaaminen dynaamisilla johtajamarkkinoilla on helppoa. Toisaalta johtajia tulevaisuudessa odottavat entistä haasteellisemmat tehtävät onnistuneiden suoritusten mukaan, minkä voidaan nähdä pienentävän riskiä johtajien toimimisesta omien intressiensä mukaisesti.

Erilaisten kannustinjärjestelmien luonti on perinteinen keino pyrkiä tehostamaan ja motivoimaan johtoa toimimaan halutulla tavalla. (Mähönen & Villa 2015, s.245.)

Hirvonen & kumppanit toteavat palkitsemisjärjestelmien kehittämisen olleen perinteisesti vaikeaa valtio-omistajalle. Vaikka kaikissa pörssinoteeratuissa valtionyhtiöissä on käytössä kannustinjärjestelmiä, ei valtio halua olla kovin runsaskätinen johdon palkitsemisessa (2003, s.40.) Tämä voi vaikeuttaa parhaan mahdollisen johdon saamista kyseisiin yhtiöihin, sillä monesti keskeisenä motovojana toimii raha.

Ajankohtaisena esimerkkinä voidaan pitää keväällä 2015 käytyä keskustelua, jossa Neste Oyj esitti jopa 30 prosentin korotuksia hallituksen palkkioihin (Talouselämä). Julkisuudessa tämä aihe aiheutti voimakkaita reaktioita puolesta ja vastaan. Omistajaohjauksesta vastaava ministeri Sirpa Paatero vaati esitettyjen palkkioiden perumista, hänen mukaansa valtio-omisteisten yhtiöiden palkkioissa tulisi noudattaa yhteiskunnalliseen tilanteeseen sopivaa linjaa (Yle). Lopulta tilanne ratkesi niin, että maltillisempia korotuksia esittänyt Fortum ja korkeampia korotuksia esittänyt Neste luopuivat korotuksista. Tämä kuvastaa hyvin agentin ja päämiehen välistä suhdetta ja sen moninaisuutta. Kansalaisista lähtenyt voimakas reagointi vaikutti politikkojen mielipiteisiin ja lopulta esitys kumottiin, vaikka kyseisten yhtiöiden palkkiot eivät ole kohtuuttoman korkeita. Päätöstä tehtäessä ei myöskään kiinnitetty huomiota yhtiöiden tuloksellisuuteen, vaan asiaa tarkasteltiin lähinnä palkkamaltin ja yhteiskunnallisen tilanteen kannalta.

Tämän tutkimuksen kannalta on keskeistä miettiä päämies-agenttiteorian soveltuvuutta aiheeseen. Yksinkertaisimmillaan tarkastelua voidaan käydä valtion ja sen pörssiyhtiöiden välillä. Tässä valtio toimii omistajana ja pörssiyhtiöt pyrkivät tuottamaan omistajalleen maksimaalista hyötyä. Toisaalta tarkastelua voidaan tarkentaa niin, että yrityksen johto on keskeisessä agentin roolissa. Näin etenkin hallituksen ja toimitusjohtajan rooli on keskeinen menestyksekkään toiminnan kannalta.

Lähestyttäessä asiaa laajemmasta kulmasta, voidaan mieltää valtion varallisuuden kuuluvan koko kansalle. Kansallisvarallisuuden hoidosta vastaa valtio, joka pyrkii oman toimintansa mukaan kasvattamaan kansallisuusvarallisuutta. Näin päämiehen rooli voidaan nähdä olevan koko kansalla, joka tarkkailee agentin, eli valtion toimintaa esimerkiksi lehdistön ja erilaisten raporttien välityksellä.

Solidiumia tarkasteltaessa voidaan nähdä sillä olevan molemmat roolit. Se allokoii valtion varoja, eli toimii kansalaisten agenttina. Toisaalta se valvoo omistamiaan varoja

ja sijoittaa niitä useisiin yrityksiin aktiivisesti, joten sille muodostuu päämies-suhde usean eri yrityksen kanssa. Yksittäisten kotitalouksien melko suuret omistukset etenkin valtion pörssiyhtiöissä tekevät heistä päämiehiä kahdenlaisen omistuksen muodossa. He ovat sijoittaneet omia varojaan yhtiöihin, joten he ovat suoraan päämiehiä jo pelkästään tämän vuoksi. Lisäksi kansallisuusvarallisuuden näkökulmasta jokainen Suomen kansalainen voidaan nähdä omistajana näissä yhtiöissä siltä osin, mitä valtiolla on omistukseen oikeuttavia osakkeita.

3.2 Corporate Governance

Valtion omistajapolitiikkaa koskevassa valtioneuvoston periaatepäätöksessä (2011) mainitaan hyvän corporate governancen kehittäminen. Lisäksi odotetaan yhtiöiden tuntevan sekä kotimaiset, että kansainväliset corporate governance – suositukset ja toteuttavan niiden mukaisia parhaita käytäntöjä. Tämän vuoksi on aiheellista perehtyä tähän käsitteeseen tarkemmin.

Täydellistä suomennusta corporate governance termille on vaikea antaa. Se voidaan määritellä yritysjohton toiminnan valvontana. Näin corporate governance, (jäljempänä CG) määrittelee toimitusjohtajan, hallituksen ja muun yritysjohton aseman ja heidän suhteensa omistajiin. CG merkitsee yritysjohton ja omistajien keskinäistä suhdetta. Toisaalta CG sisältää rakenteet, joiden avulla asetetaan yrityksen tavoitteet sekä määritellään keinot niihin pyrkimiseen ja toiminnan valvonta. Corporate governancen voidaan katsoa liittyvän kaikkiin niihin toimiin, joiden avulla omistajat pyrkivät varmistumaan, että he saavat parhaan mahdollisen tuoton sijoitukselleen. Laajemmin tarkasteltuna CG ottaa huomioon omistajien lisäksi myös muut kuin rahoittajat, kuten lainoittajat. (Kaisanlahti 2000, s.14.)

Hirvonen & kumppanit (2003, s.21–23) tarjoavat muutaman määritelmän käsitteelle. Heidän mukaansa CG on järjestelmä, jolla yhtiötä johdetaan ja valvotaan. Se voidaan nähdä myös prosessina, jonka puitteissa yrityksille saatetaan tietoon sidosryhmien oikeudet ja toivomukset. Kaikille näille määrittelyille näyttää olevan tyypillistä omistajien taholta tuleva ohjaus. Sijoitusmarkkinoilla tyypillistä on, että institutionaaliset sijoittajat ovat suuria omistajia yhtiöissä. Suomessa tähän voidaan lisätä vielä valtion suuri omistusosuus. Näillä tahoilla on aktiivinen taipumus esittää mielipiteitään siitä, kuinka yhtiöitä pitäisi ohjata.

Julkisesti toimivilla yhtiöillä ei luonteensa vuoksi ole mahdollisuutta valita omistajiaan. Näin on luonnollista, että yhteistyötä tehdään eri sidosryhmien välillä. Omistajien tärkeänä tehtävänä on valita yritykselle hallitus, joka valitsee toimivan johdon. Tätä voidaan kutsua omistajaohjauksen ketjuksi. Ketjun toimimisen kannalta on oleellista varmistaa sen moitteeton toimivuus, joka toteutetaan omistajien valitseman tilintarkastajan valvonnan avulla. (Hirvonen yms. 2003, s.21–23.)

Aktiivinen omistajuus, omistajaohjaus ja yhteistyö valtion omistamissa yrityksissä nousee useissa selvityksissä esille. Keskeisenä keinona pidetään hallitusten jäsenten valintoihin osallistumista. Lisäksi huomiota on kiinnitetty hallituksen jäsenten sukupuolijakaumaan ja nykyisin naisia on pyritty ajamaan hallituksiin aktiivisesti sisään. (Kts esim. Solidium vuosikertomus 2013, s.7–9.)

Valtion omistajuudesta voidaan esille nostaa muutamia ominaispiirteitä. Sijoittajat saattavat epäillä, että valtio-omistaja ei tee aina omistajaohjauksen ratkaisujaan pelkkää omistajaintressiä ajatellen, vaan siihen vaikuttavat myös yhteiskunnalliset intressit. Tämä heijastuu usein osakkeiden hintoihin alentavasti, sillä sijoittajat ottavat nämä tekijät huomioon, eivätkä ole valmiita maksamaan osakkeesta ”täyttä” hintaa. Mitä selkeämmin valtio noudattaa yleisesti hyväksyttyjä omistajaohjauksen periaatteita, sitä pienemmäksi aliarvostuksen määrä kasvaa. Valtio on vuosien saatossa pyrkinyt kehittämään ja lähentymään yleisesti hyväksyttyjä omistajaohjauksen periaatteita. (Hirvonen yms. 2003, s.39–40.)

3.3 Osingonmaksu

Tarkasteltaessa osakesijoitusten kokonaistuottavuutta, havaitaan sen muodostuvan kahdesta tekijästä. Osakkeen arvonnousu kuvaa sillä käytävän kauppahinnan muutosta ja osakkeelle maksettava osinko sijoittajalle maksettavaa korvausta sijoitetusta pääomasta. Mitä pidempään osaketta on omistettu, sen suuremmaksi muodostuu osinkojen osuus. Vastaavasti lyhyissä sijoituksissa arvonnousu on keskeisessä asemassa. (Saario 2007, s.94.)

Tarkasteltaessa valtion pörssiyhtiöitä ja Solidiumia, on osinkojen osuus keskeisessä asemassa, sillä etenkin valtion pörssiyhtiöiden osalta valtio ei hae nopeaa arvonnousua kurssikehityksen muodossa, vaan tasaista ja ennustettavaa osinkovirtaa pitkäaikaisen

sijoitusstrategian mukaisesti. Valtion sijoitusstrategiaa voidaan pitää hyvin passiivisena, eikä se käy aktiivista kauppaa omistamillaan osakkeilla. Solidium poikkeaa tästä hieman, mutta senkin päätehtävänä on pitkäaikaisen omistaja-arvon kehittäminen, eikä nopeiden voittojen tavoittelu.

Taloussanasto kiteyttää osingon kuvaavasti yhtiön vuosittain osakkailleen jakamaksi voitto-osuudeksi, eli osakkaan saamaksi korvaukseksi sijoituksestaan yhtiöön ja osingonjaon osakeyhtiön vapaasta omasta pääomastaan jakamaksi osingoksi osakepääomalleen (Taloussanasto 1993, s.167). Osakkeenomistajan kannalta ihanteellinen on yhtiö, joka jakaa vuosi toisensa jälkeen enemmän rahaa omistajilleen osinkoina. Yhtiön tuloksen kasvaessa se voi jakaa enemmän osinkoja. (Saario 2007, s. 95–96.) Lindström esittää osinkotulon sisältävän vähemmän riskiä kuin osakkeen arvonnousu. Osingot noudattavat tasaisempaa ja ennustettavampaa kaavaa kuin osakkeen päivakohtainen hinta, jota on lähes mahdotonta ennustaa. (Lindström 2007, s.181.)

Puhuttaessa efektiivisestä osinkotuotosta tarkoitetaan sillä osingon suhdetta osakkeen hintaan nähden. Mikäli yritys maksaa osinkoa 1 euron ja sen kurssi on 20 euroa, muodostuu tästä efektiiviseksi osinkotuotoksi 5 prosenttia (Saario 2007, s.98). Sijoittajan kannalta ei teoriassa pitäisi olla merkitystä saako hän euron osinkoa vai myykö hän osakkeita euron edestä, sillä osingon irrotessa osakkeen kurssin pitäisi tippua eurolla. Sijoittajat arvostavat kuitenkin osinkoja ja saavat niitä mieluummin kuin luovat myymällä itselleen keinotekoisesti osinkoja. Sijoittajille on monesti tärkeämpää saada osinkoja ja kuluttaa tuo saatu osinkovirta kuin myydä omistamiaan osakkeita ja rahoittaa kulutustaan myyntien avulla. (Puttonen 2001, s. 31–32.) Tämä kuvastaa hyvin sitä, kuinka tärkeässä roolissa ihmismieli ja psykologia on arvopaperimarkkinoilla. Ihmisten päätökset eivät aina perustu rationaaliin päätöksiin, vaan luontainen käyttäytyminen määrittelee pitkälti heidän tekemistään.

Osingon suhde pörssikurssiin nähden on hyödyllinen mittari, koska sen avulla voidaan suorittaa vertailua korkotason ja muiden sijoitustuotteiden välillä. Osinkotuotolle on tyypillistä sen kasvaminen alkuperäiseen hankintahintaan verrattuna. Mikäli näin ei olisi, muistuttaisi tilanne korkosijoituksen kaltaista instrumenttia, joka ei olisi kiinnostava sijoittajan näkökulmasta. (Lindström & Lindström 2011, s.236.)

Kuten edellä todettiin, ei osingon jaolla ole teoriassa merkitystä osakkaan varallisuuden kannalta. Osakkaat kuitenkin pitävät osingoista. Osinkoihin sisältyy muita tekijöitä, minkä vuoksi niistä pidetään ja niitä halutaan. Eräillä säätiöillä on sääntöihin kirjattuna, että ne eivät saa jakaa apurahoja myyntivoitoista, joten osingot ovat niille erittäin tärkeä tulonlähde. Piensijoittajat voivat kokea osakkeiden myynnin hankalaksi ja samalla kaupankäyntikulut syövät saatavaa tuottoa. Nämä ryhmät edustavat käyttäytymisellään Clientele-efektiä, jossa keskeisessä asemassa on tapa kerryttää kassavirtoja muutoin kuin myynnin avulla (Niskanen & Niskanen 2013. s.154).

Tutkimusten mukaan vain 1 % saaduista osingoista sijoitetaan takaisin osakkeisiin, ja lopuilla rahoitetaan kulutusta. Monesti sijoittajat valitsevat juuri sellaisia osakkeita salkkuunsa, jotka ovat hyviä osingonmaksajia. Osinkojen uskotaan lisäksi sisältävän informaatiota yrityksestä ja sen tulevaisuuden näkymistä. Tästä ilmiöstä käytetään nimitystä signaalointihypoteesi. Yrityksen nostaessa osinkoa, nousee sen kurssi ja sen uskotaan jatkossakin maksavan saman suuruisia osinkoja. Lisäksi osingot toimivat johdon kontrollivälineenä, sillä päätös osingonjaosta tehdään yhtiökokouksessa hallituksen esityksen ehdotuksesta. (Knüpfer & Puttonen 2014, s.203–204.)

3.4 Osinkopolitiikka

Yhtiöiden osinkopolitiikkaa määrittää osakeyhtiölaki, jonka mukaan yhtiö voi jakaa vapaata omaa pääomaa, joka syntyy kun yhtiön tulos on voitollinen verojen jälkeen. Myös tilikauden aikana tappiota tehneet yhtiöt voivat jakaa osinkoa, kunhan niillä on vapaata omaa pääomaa. Vapaan oman pääoman ohella toinen merkittävä tekijä on maksukyvyyn varmistaminen osingon jaon myötä. Yhtiö ei saa jakaa osinkoa, mikäli siitä päätettäessä tiedetään tai olisi pitänyt tietää sen olevan maksukyvytön tai osingon maksun aiheuttavat maksukyvyttömyyden. (OYL 1 8§.)

Osinkopolitiikalla tarkoitetaan pitkän aikavälin linjausta siitä, jakaako yritys voitot omistajilleen osinkoina vai pitääkö varat yrityksessä ja rahoittaa niillä kasvuinvestointejaan. Useat yritykset Suomessa ja Yhdysvalloissa ovat noudattaneet osinkopolitiikkaa, jossa maksetaan tasaista osinkoa. Näin tilikauden tuloksella ei ole keskeistä merkitystä osingon suuruuteen. Toisaalta osingonjakosuhde vaihtelee

merkittävästi, sillä tuloksesta riippumaton osinkopolitiikka ei muutu tilinpäätösinformaation tuottaman aineiston perusteella.

Tämän vastakohtana voidaan pitää vakiona pidettävää osingonjakosuhdetta. Siinä jaettava osinko määräytyy täysin yrityksen tuloksen perusteella. Investointimahdollisuudet saattavat myös vaikuttaa osingonjaon suuruuteen. Mikäli investointeja tehdään, jaetaan osinkoa vain se määrä mitä on jaettavissa ja toisinaan kun investointeja ei ole tehtävissä saatetaan jakaa koko jaettavissa oleva voitto osinkoina. Investointeja tehtäessä saattaa tulla eteen tilanne, jossa osinkoa ei kyetä jakamaan laisinkaan investoinnin suuruuden vuoksi suhteessa tilikauden tulokseen ja voitonjakokelpoisiin varoihin. (Niskanen & Niskanen 2013, s.148–155.) Kasvuyhtiöillä ei ole tapana maksaa juurikaan osinkoja, sillä ne panostavat investoinneilla tulevaisuuteen. Perinteisten alojen yhtiöt vastaavasti maksavat suurempia osinkoja. Suomessa osinkojen määrä on kasvanut 1990-luvun puolestavälistä alkaen. Nykyisin monet maksavat puolet voitoista osinkoina, jotkut jopa enemmän (Hirvonen 2003, s.66.)

Saarion (2007, s.97) mukaan osingonjakopäätös on yhtiön johdon tärkeimpiä vuosittain tehtäviä päätöksiä, jolla on vaikutuksia pitkälle tulevaisuuteen. Sen voidaan nähdä vahvistavan yhtiön tilinpäätöksen tunnusluvut. Scott (2015, s.504) myös vahvistaa osinkopolitiikan merkitystä signaalia antavana tekijänä, mutta sanoo yrityksen muulla raportoinnilla olevan oleellisempi merkitys tiedon kanavana. Mikäli yhtiö maksaa tulokseensa ja varallisuuteensa verrattuna ennalta odotettua pienemmän osingon, antaa se viestin, että tilinpäätöksessä ei ole kaikkia epäedullisia seikkoja tuotu esiin, vaan tulos on huonompi todellisuudessa. Toinen vaihtoehto on uuden tilikauden heikosti alkanut kehitys, jota kompensoidaan odotettua pienemmällä osingolla, jotta se ei antaisi liian hyvää kuvaa vallitsevasta tilanteesta. (Saario 2007, s.97.) Lindströmien mukaan korkealla osinkotuotolla voidaan nähdä olevan kaksi positiivista vaikutusta. Se antaa melko varman pohjatuoton matalalla riskillä ja samalla suojaa voimakkaalta kurssiromahdukselta. (Lindström & Lindström 2011, s.238.)

3.5 Buy and hold -strategia ja ankkuriomistajuus

Buy and hold -strategialla tarkoitetaan sijoitusstrategiaa, jossa osake ostetaan ajatuksena pitää sitä vuosia. Strategian kannalta merkittävää on keskittyä osakkeen pitkän ajan kasvuun ja arvon nousuun sitä myötä. Thomas N. Bulkowski selvittää buy and hold -strategiaa kirjassaan *Fundamental Analysis and Position Trading* (2013). Bulkowski ei koe buy and hold -strategian kestäväksi ikuisesti, vaikka osakkeiden pitäminen hallussa kestääkin pitkään. Hän esittää kuvaavamman termin buy and wait, eli osta ja odota parempia aikoja. Strategian etuna on pitkäjänteinen omistusravon kasvattaminen. Markkinatilanteiden muuttuessa omistamisen etuna on se, että on lähes mahdotonta myydä juuri oikeaan aikaan ja vastaavasti ostaa uusia korvaavia tuotteita tilalle maksimoidakseen oman omistusravonsa. Vastakohtana buy and hold -strategialle voidaan pitää aktiivista päiväkauppaa (day trading).

Hui, Yam, Wright ja Chan (2013) tutkivat kykenevätkö he saamaan parempia tuottoja oman sijoitusstrategiansa avulla kuin buy and holdin avulla Aasian markkinoilla. Buy and hold -strategia perustuu oletukseen täydellisistä markkinoista, jossa osakkeen hinta reagoi kaikkeen saatavaan tietoon. Hui ja kumppanit perustelivat oman strategiansa etua sillä, että kurssien laskuvaiheessa buy and hold -strategian myötä sijoittaja ei vältty tappioilta. He huomasivat, että ilman transaktiokustannuksia heidän strategiansa on huomattavasti tehokkaampi kuin buy and hold -strategia. Transaktiokustannukset mukaan otettuina tuotot pienenevät, mutta kuitenkin viidessä tapauksessa kuudesta heidän strategiansa oli tuottavampi kuin buy and hold -strategia. Tästä tutkijat muodostivat johtopäätöksen, jonka mukaan buy and hold -strategia ei ole aina paras mahdollinen sijoitusstrategia markkinoilla toimiessa.

Päiväkauppa perustuu osakkeiden lyhyen tähtäimen analyyseihin, joita hyödyntämällä pyritään aktiivisella kaupankäynnillä saavuttamaan voittoa. Tämä on erittäin raskas tapa toimia arvopaperimarkkinoilla ja aiheuttaa usein toimijoille loppuun palamista korkean stressitason vuoksi (Bulkowski 2013, s.2–4.) Lisäksi päiväkaupan riskitaso on huomattavasti korkeampi kuin pitkäaikaisessa omistajuudessa. Toisaalta se mahdollistaa myös korkeiden tuottojen kerryttämisen lyhyessä ajassa. Merkittävä tekijä voittojen pienentäjänä ovat transaktiokustannukset, jotka voivat nousta hyvin suuriksi korkean

kaupankäyntivolyymin myötä. Patelin (2004, s.34) mukaan 90 % päiväkauppaa harjoittavista epäonnistuvat siihen asettamissaan tavoitteissa.

Valtion kannalta tärkeää on tasainen osinkovirta ja sen ennustettavuus. Tämän vuoksi aktiivinen päiväkauppa ei sovellu valtion harjoittamaan sijoitusfilosofiaan. Lisäksi päiväkaupan voidaan nähdä lisäävän sijoitustoiminnan riskitasoa merkittävästi. Kansallisuusvarallisuudesta huolehtiminen todella korkean riskitason sijoitusstrategialla ei ole soveliaista valtiolle, sillä tappioiden todennäköisyys kasvaa oleellisesti.

Solidiumin harjoittamasta sijoituspolitiikasta voidaan löytää yhtäläisyyksiä maailman parhaan sijoittajan Warren Buffetin toimintatavoista. Buffetin sijoitusstrategiaan kuuluvat kestävät arvot, pitkäaikainen omistus ja velkaantumisen välttäminen. Hän on tehnyt sijoittamisella maailmanennätyksen 21,4 prosentin keskimääräisellä vuosituotolla 42 vuoden aikana. Buffettin lähtökohtana on keskittyä pitkäaikaisiin sijoituksiin analysoimalla niiden todellista arvoa. Tällä hän tarkoittaa rahamäärää, jonka omistajat voivat saada osinkoina sen elinkaaren aikana. Merkittävä eroavaisuus Solidiumiin on se, että Solidium pyrkii tuottamaan valtiolle osinkoja tasaisesti, kun vastaavasti Buffetin yhtiö Berkshire Hathaway ei maksa omistajilleen osinkoa. Tämä on perusteltu sillä, että yhtiö kykenee sijoittamaan varat paremmin kuin sen osakkeenomistajat. (Saario 2007, s.347–351.)

Ankkuriomistajuudella tarkoitetaan omistususuutta, joka muodostaa merkittävän vaikutusvallan yrityksessä (Löyttyniemi 2011). Tätä omistusmuotoa voidaan kuvata käytettävän kaikissa valtion pörssi-yhtiöissä sekä Solidiumin omistamissa yhtiöissä. Löyttyniemen mukaan ankkuriomistajuuden keskeisempiä tavoitteita on turvata pääkonttorin pysyminen Suomessa ja tämän avulla varmentaa kotimaisten resurssien käyttöä ja edistää huoltovarmuutta.

Ankkuriomistuksen intressit liittyvät tuoton lisäksi myös laajemmalle. Kotimaisten resurssien käytöllä ja pääomamarkkinoiden toiminnan edistämällä voidaan nähdä olevan merkittäviä kerrannaisvaikutuksia maan taloudelle. Pää tavoitteena ankkuriomistajuudelle on kuitenkin arvon maksimointi, jota sidosryhmien intressien hyödyntäminen ei saa heikentää. Vihervuoren mukaan valtio on tavallaan ajautunut tilanteeseen, jossa siitä on tullut ankkuriomistaja muiden kotimaisten omistustahojen puuttuessa (Omistaja & Sijoittaja 2005). Suurissa yrityksissä ankkuriomistukseen riittää jo 5–10 prosentin omistususuus yrityksestä.

Solidium puolestaan perustelee ankkuriomistajuuden tärkeyttä yhtiöiden tukemisen kannalta tilanteissa, joissa ne tekevät rakennejärjestelyjä tai ovat ajautuneet tilapäisesti vaikeuksiin. Toimintaedellytyksien varmistaminen yhtiölle, joilla on globaalit kasvuedellytykset Suomesta käsin, on myös yksi Solidiumin perusteluista ankkuriomistajuudelle. Solidium nostaa esille myös pääkonttorin ja kotimaisen omistajuuden säilymisen Suomessa, ellei tilanteelle ole hyviä perusteluja, jotka pitkällä aikavälillä hyödyttävät yhtiötä. (Solidium Internet sivu.)

Puttonen havainnollistaa Suomen valtion merkittävää omistajuutta pörssiyhtiössä teoksessaan *Onko omistamisella väliä? Länsimaisista valtioista Suomella on eniten omistuksia pörssiyhtiöissä*. Vuonna 2002 Suomen omistusosuus oli lähes 16 prosenttia kaikista pörssiyrityksistä, kun esimerkiksi Ruotsin osuus oli alle 5 prosenttia ja Saksan hieman yli 6 prosenttia.

Herbotssonin & Zoegan (2002) tutkimuksessa havaittiin, että valtionyhtiöiden suuri osuus BKT:sta johtaa hitaampaan tulokasvuun. Tähän Puttonen esittää ratkaisuksi kotimaisen omistajuuden lisäämistä ja valtion luopumista niistä portfolio-omistuksistaan yrityksissä, joista se on muutenkin luopumassa. Verotuksen tulisi olla sen kaltaista, jotta se houkuttelisi suomalaiseen omistajuuteen. Näin Helsingin pörssistä muodostuisi likvidi markkinapaikka, joka houkuttelisi uutta laajempaa omistajapohjaa mukaan. (Puttonen 2004, s. 33–34, 62–64.)

3.6 Pörssiosakkeiden tuottoja pitkällä aikavälillä

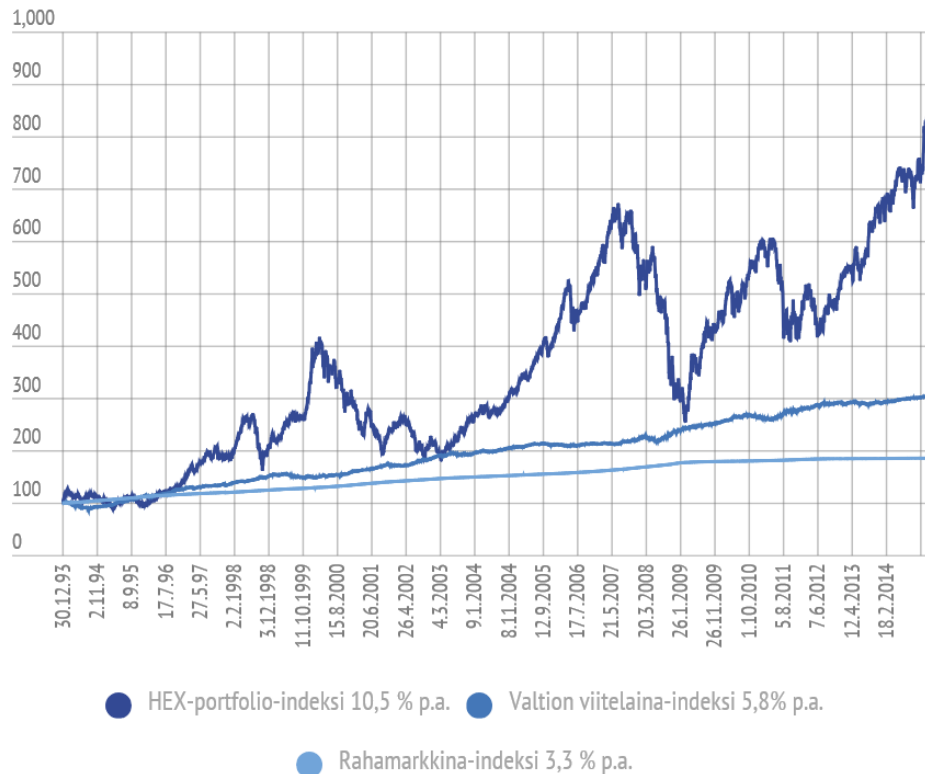
Tutkimusten mukaan sijoittaminen pörssiosakkeisiin on kannattavaa. Sijoittamiseen vaaditaan pääomaa ja kärsivällisyyttä. Pitkäjänteinen sijoittaminen perustuu ajatukseen, että tuottoa pyritään saamaan tulevaisuudessa, eikä rikastumaan nopeasti, kuten lottovoitossa. Laajennettaessa tarkasteluperiodia yli ihmisen eliniän, voidaan havaita osakkeiden tuottaneen huomattavia summia. Keskeinen tekijä merkittävään pääoman kasvuun on korkoa korolle tekijä, joka vaatii osakkeista saadun tuoton takaisin sijoittamista markkinoille.

Jeremy Siegel on tutkinut vuosien 1801–1997 välisen ajanjakson tuottoa amerikkalaisten pörssiosakkeiden, kunnan ja valtion obligaatioiden välillä. Parhaimman

tuoton tuona aikana saavuttivat osakkeet. Yhden dollarin sijoitus vuonna 1802 oli kasvanut 7 470 000 dollariin vuoden 1997 loppuun mennessä, osingot uudelleen sijoitettuna. Keskimääräiseksi tuotoksi muodostui 8,4 prosenttia vuodessa. Vastaavana ajanjaksona kulta oli noussut vain 13 dollariin, eli keskimäärin 1,3 prosenttia vuodessa. Vuosien 1926–2006 välisenä aikana Standard & Poor's 500 -indeksi kohosi keskimäärin 10,4 prosenttia vuodessa. Näin dollarin sijoitus kohosi kyseisen aikajakson aikana 3077 dollariin. Vastaavana aikana sijoitus valtion obligaatioihin kasvoi vain 72 dollariin. Tukholman pörssissä osakkeet tuottivat osingot mukaan luettuina keskimäärin 10,6 prosenttia vuodessa aikavälillä 1919–2006. (Saario 2007, s. 44–51.)

Samankaltaisia lukuja saadaan myös Helsingin pörssistä. HEX-yleisindeksi on kohonnut keskimäärin 10,5 prosenttia vuodessa ilman osinkoja aikavälillä 1957–2007. Keskimäärin pääoma on kaksinkertaistunut seitsemän vuoden välein ja osingot mukaan luettuna viiden vuoden välein. Lyhyellä aikavälillä tarkasteltuna osakkeet ovat tuottaneet Suomessa eniten vuosina 1994–2006. Pörssiosakkeet ovat tuottaneet osingot mukaan lukien keskimäärin 13,7 prosenttia vuodessa, kun perinteinen sijoituskohte asunnot ovat tuottaneet 10,5 prosenttia. (Saario 2007, s. 50–52.)

Alla oleva Pörssisäätiön taulukko havainnollistaa osakkeiden tuottoa HEX-portfolio indeksin avulla. Kyseinen aikaväli havainnollistaa, että osakkeet ovat olleet selkeästi tuottavin vaihtoehto Suomessa. Tämä tukee edellä esitettyjä havaintoja siitä kuinka osakkeiden tuottavuus on korkeinta pidemmällä aikavälillä tarkasteltuna. Huomionarvoista on kuitenkin kiinnittää huomiota niihin sisältyvään korkeaan riskitasoon. Oheinen kuva havainnollistaa osakkeisiin sisältyvää riskiä ja kokonaisarvon voimakkaita muutoksia. Osakkeiden käyrä tekee jyrkkiä muutoksia, mikä kuvastaa osakemarkkinoiden verrattaen nopeita muutoksia. Valtion viitelaina-indeksi noudattaa hyvin tasaista trendiä. Huomattavaa on kuitenkin kiinnittää huomiota tuotto-osuuksiin. Vaikka osakkeiden arvot vaihtelevat merkittävästi, on niiden tuotto oleellisesti korkeampaa kuin muilla instrumenteilla.



Taulukko 1 Osakkeiden tuottoja (Pörssisäätiö 2015)

Tutkiessa asiaa valtion näkökulmasta, voidaan tuottoja pitää merkittävinä. Kyseiset esimerkit ovat toki laskettu keskimääräisen tuottoindeksin perusteella. Merkittävää on kuitenkin se, että osakkeet ovat parhaiten tuottava instrumentti meillä ja maailmalla. Valtiolla pitkäaikaista tuottoa syö oleellisesti sen sijoitusstrategia, jossa osingoilla rahoitetaan valtion vuotuista budjettia, eikä niitä uudelleen sijoiteta yhtiöihin ja pyritä kasvattamaan omistusosuuksia. Toisaalta valtion omistusosuudet ovat ennestään jo huomattavia ja niiden mukaisesti se saa osinkoja, joten välttämättä tällainen toimintamalli ei olisi edes perusteltua.

4 VALTION PÖRSSIYHTIÖIDEN, SOLIDIUMIN JA HEX 25 -YHTIÖIDEN EMPIIRISTÄ TARKASTELUA

4.1 Vuosien 2009–2013 osingot valtion pörssiyhtiöissä ja Solidiumissa

Oheisen viiden vuoden tarkastelujakson aikana Finnair maksoi omistajilleen vain kerran osinkoa. Tämä selittyy pitkälti haastavalla toimintasektorilla, jossa investoinnit näyttelevät suurta osaa. Laivuetta on kyettävä uudistamaan jatkuvasti ja investointien tekemistä tulee kartoittaa pitkälle tulevaisuuteen. Taloudellisesti haastava ajanjakso vaikutti myös erityisen voimakkaasti Finnairin tulokseen. Yhtiön taloudellista kehitystä tarkasteltaessa huomataan yhtiön liikutuloksen olleen negatiivinen neljänä vuotena viidestä. Vuonna 2009 liikutulos oli erityisen raskas, – 115 miljoonaa euroa. Tämä suhteutettuna liikevaihtoon tarkoittaa – 6,3 prosenttia.

Vuonna 2012 Finnair maksoi osakkailleen osinkoa, joka vastasi 121,2 prosenttia osakekohtaisesta tuloksesta. Efektiivinen osinkotuotto tuolloin oli kelvollinen 4,2 prosenttia. Tästä valtio omistajana kuittasi 7,2 miljoonaa euroa osinkoja. Vuoden 2012 liikutulos oli ainoa tarkastelujakson tilikausi, jolloin yhtiön liikutulos oli positiivinen. Tutkimuksen kannalta oleellista on tarkastella koko verrattavaa periodia ja sen tuottamia lukuja. Finnairin kohdalla viiden vuoden luvut ovat synkät, sillä se kykeni ainoastaan yhtenä vuotena maksamaan osinkoja. Tämän pohjalta keskiarvoiseksi osingoksi tuloksesta muodostui 24,24 prosenttia ja efektiiviseksi osinkotuottoprosentiksi ainoastaan 0,84 prosenttia.

Fortum teki liikevoittoa varsin tasaisesti jokaisena tarkastelujakson vuotena. Se maksoi tasaista euron osinkoa jokaista osaketta kohden neljänä vuotena peräkkäin ja vuonna 2013 korotti osingon 1,1 euroon. Tämän jakson aikana valtio sai Fortumilta merkittävän summan, 2,3 miljardia osinkoina. Osingon osuus tuloksesta vaihteli 50,3 prosentin ja 80,9 prosentin välillä. Tämä vaihtelu selittyy pitkälti osinkopolitiikalla, jota yhtiö on näyttänyt noudattavan.

Osingonmaksussa keskeisessä asemassa on ollut osakkeelle maksettavan osingon määrä, eikä liiketoiminnallinen tulos. Keskimäärin Fortum on maksanut osinkoja tuloksestaan 66,04 prosenttia tarkasteltavalla aikavälillä. Efektiiviseksi osinkotuottoprosentiksi Fortumin osalta muodostui 5,9 prosenttia. Efektiivisessä osinkotuottoprosentissa voidaan havaita melko paljon vaihtelua, alimmillaan 4,4 prosentista, vuoden 2012 huippuun 7,1 prosenttiin.

Nesteen liikevoitto vaihteli viiden vuoden jakson aikana melko voimakkaasti. Heikoimman liikevoiton se teki vuonna 2011, 273 miljoonaa euroa. Vuonna 2013 sen liikevoitto oli puolestaan paras, 632 miljoonaa euroa. Osinkoa yhtiö jakoi kasvavasti viiden vuoden aikana. Vuonna 2009 osinko osaketta kohden oli 0,25 euroa, nousten seuraavaksi kahdeksi vuodeksi 0,35 euroon. Vuonna 2012 osinko kasvoi kolmella sentillä edellisistä vuosista.

Vuonna 2013 Neste nosti osinkoaan merkittävästi, 0,65 euroon. Tänä aikana valtio sai osinkoina Nesteeltä 254 miljoonaa euroa. Osingon osuus tuloksesta vaihteli merkittävästi. Vaihteluväli oli 29 prosentin ja 62,1 prosentin välillä, muodostaen keskimääräiseksi arvoksi 43,72 prosenttia. Efektiivisen osinkotuoton osuus vaihteli tarkastelujaksolla myös merkittävästi, 2 prosentista 4,5 prosenttiin. Keskimääräinen efektiivinen osinkotuotto Nesteellä oli viiden vuoden aikana 3,56 prosenttia.

Solidiumin osalta vastaavanlaisten arvojen selventäminen on vaikeampaa, sillä yhtiö ei ole julkisesti noteerattu pörssiyhtiö, jonka arvo muodostuu markkinoilla sijoittajien näkemysten perusteella. Solidiumin osalta on kuitenkin laskettu tutkimuksen vertailuasetelman saavuttamiseksi efektiivinen osinkotuottoprosentti. Vaikka yhtiöllä ei ole tiettyä kurssia tilikauden viimeisenä päivänä, on yhtiö ilmoittanut substanssiarvonsa. Tätä substanssiarvoa on käytetty laskelman perusteena. Substanssiarvo muodostuu varat – velat periaatteella. Varat (julkisesti noteeratut arvopaperit ja sijoitusrahastot) on laskettu viimeisen kaupantekokurssin mukaan, laskennallinen verovelka huomioden. Muut varat on arvostettu kirjanpitoarvoon. Näin on pystytty määrittelemään sellainen arvo, joka kuvastaa mahdollisimman hyvin sitä arvoa, joka vastaa julkisesti kaupankäynnin kohteena olevia yhtiöitä.

Osinkojen osalta ei ole laskettu osinkojen prosentuaalista osuutta tilikauden tuloksesta, sillä Solidiumin maksamat osingot valtiolle eivät ole mitenkään suhteutettavissa julkisesti pörssissä toimiviin yrityksiin. Tästä esimerkkinä mainittakoon, että Solidium

on toiminta-aikanaan 2008 kesäkuun loppu–2015 tulouttanut valtiolle yhteensä 4,1 miljardia euroa, vaikka se on saanut omistamiltaan yhtiöiltä samana aikajaksona vain 2,5 miljardia euroa (Solidium Internet sivu). Tästä muodostuva jakosuhde on 164 prosenttia, joka ei ole mitenkään vertailukelpoinen yksittäisten pörssiyritysten kesken.

Vuosina 2009–2013 Solidium tuloutti valtiolle osinkoja yli 2,6 miljardia euroa. Vuonna 2009 Solidium ei vielä maksanut osinkoa, mutta tämän jälkeen osingot ovat olleet kasvussa. Vertailun vuoksi, 2,6 miljardia euroa on enemmän kuin Fortumin valtiolle maksama osinko samana ajanjaksona. Vaikka Fortumin kokonaisarvoa voidaan pitää merkittävästi korkeampana kuin Solidiumin, ei se ole maksanut yhtä korkeita osinkoja kuin Solidium. Tämä kuvastaa pitkälti Solidiumin tehtävää, joka keskittyy pitkälti valtiolle tuloutettavaan voitonmaksuun ja pitkäjänteiseen omistajuuteen, eikä liiketoiminnallisesti suuriin investointeihin ja kaikkien osakkeenomistajien omistusrarvon maksimoimiseen sekä lyhyellä, että pitkällä aikavälillä. Samalla voidaan pohtia, onko Solidiumin osinkojen suuruus kestäväällä pohjalla pitkällä aikavälillä.

Efektiivisen osinkotuottoprosentin perusteella Solidium on maksanut verrattaen korkeaa osinkoa. Vuonna 2010 efektiivinen osinkotuotto oli maltillinen 4,61 prosenttia. Tämän jälkeen se on kasvanut ja vuosina 2012 ja 2013 efektiivinen osinkotuotto prosentti oli jo yli 11. Solidiumin viiden vuoden keskiarvoiseksi efektiiviseksi osinkotuottoprosentiksi muodostuu 7,15 prosenttia, joka on korkea luku, etenkin kun yhtiö ei vielä vuonna 2009 maksanut osinkoa lainkaan.

Yhteenvetona valtion pörssiyhtiöistä voidaan todeta Fortumin olevan merkittävä osingonmaksaja valtion kannalta. Se on kyennyt maksamaan tasaista ja hyvää osinkoa valtiolle tarkasteltavana ajanjaksona. Osingon prosentuaalinen osuus tuloksesta, sekä efektiivinen osinkotuotto prosentti ovat olleet hyvällä tasolla. Määrällisesti Fortumin maksama osinko kyseisenä ajanjaksona on yli yhdeksän kertaa suurempi kuin Nesteen. Nesteen maksamia osinkoja voidaan pitää kohtuullisina, ja merkittävää on se, että trendi on ollut kasvava.

Vastaavasti Finnairin lukuja voidaan pitää surkeina. Vain yhtenä vuonna yhtiö on kyennyt maksamaan osinkoa, eikä sekään määrällisesti ole kuin alle kahdeksan miljoonaa euroa. Finnairin osingon suuruutta kuvastaa hyvin se, että sen maksama osinko on vain 0,3 prosenttia siitä, mitä Fortum on maksanut samaan aikaan. Toki yhtiöt ovat kokoluokaltaankin aivan eri luokkaa, mutta valtion näkökulmasta voidaan

Finnairin merkitystä osingonmaksajana ja taloudellisen lisäarvon tuottajana pitää merkityksettömänä.

Näiden kolmen pörssiyhtiön osingon osuudesta tuloksesta tai efektiivisestä osinkotuotosta ei voida näiden tulosten perusteella löytää mitään yhteistä. Tarkasteltaessa lisäksi Solidiumia, voidaan havaita sen noudattavan täysin omanlaista voitonjakoon liittyvää politiikkaa, joka poikkeaa merkittävästi julkisen kaupankäynnin kohteena olevista yhtiöistä. Efektiivinen osinkotuottoprosentti on Solidiumilla korkea kyseisellä aikavälillä. Kokonaismäärältään sen maksamat osingot ovat merkittäviä valtion kannalta. Lisäksi ne ovat järjestäen suurempia kuin yhtiön tilikauden aikana tekemä tulos.

4.2 Vuosien 2009 – 2013 osingot OMX Helsinki 25

Vertailuasetelman aikaansaamiseksi otettiin tutkimukseen mukaan OMX Helsinki 25 -indeksin yritykset. OMX Helsinki 25 -indeksin muodostavat Helsingin pörssin 25 markkina-arvoltaan vaihdetuinta osaketta (Taloussanomat). Tutkimuksen kannalta oleellista ei ole indeksin muutokset, vaan siihen kuuluvien yritysten osinkojen maksu vuosien 2009–2013 aikana. Yrityksistä mukaan valikoitui 24 kappaletta, sillä Valmet Oyj on jakaantunut Metso Oyj:stä vuoden 2013 lopussa, eikä kyseiseltä aikajaksolta ollut saatavissa Valmetin lukuja, vaan ne sisältyvät Metson lukuihin.

Aineistoon on koottu 24 yrityksen tilinpäätöstiedoista vastaavat luvut kuin valtion pörssiyhtiöiden osalta. Samalla tulee ottaa huomioon että OMX 25 -yrityksiin sisältyy kaksi valtion pörssiyhtiötä, Fortum ja Neste. Lisäksi yhdeksän näistä yhtiöistä on Solidiumin osittain omistamia yhtiöitä. Kuten oheisesta kuvasta voi havaita, OMXH 25 -yritykset edustavat useaa toimintasektoria, joka tuo syvyyttä vertailulle.

OMX Helsinki 25[Amer Sports A](#)[Cargotec](#)[Elisa](#)[Fortum](#)[Huhtamäki](#)[Kemira](#)[Kesko B](#)[Kone](#)[Konecranes](#)[Metso](#)[Neste](#)[Nokia](#)[Nokian Renkaat](#)[Nordea Bank](#)[Orion B](#)[Outokumpu](#)[Outotec](#)[Sampo A](#)[Stora Enso R](#)[TeliaSonera](#)[Tieto](#)[UPM-Kymmene](#)[Valmet](#)[Wärtsilä](#)[YIT](#)

Taulukko 2 OMXH 25 (Kauppalehti)

Vuosien 2009–2013 aikana kyseisten yhtiöiden keskimääräinen osinko tuloksesta prosentti oli 72,35. Korkein viiden vuoden keskiarvo oli Cargotecilla, 193,7 prosenttia. Tämä selittyy pitkälti vuoden 2009 poikkeuksellisella osingolla, joka oli lähes 800 prosenttia yhtiön tuloksesta. Tämän vuoksi Cargotecin osuus on poikkeuksellisen suuri.

Solidiumin osittain omistama Tieto jakoi kyseisellä ajanjaksolla myös yli 112 prosenttia tuloksestaan osinkoina. Niin ikään Solidiumin omistuksiin lukeutuva Elisa jakoi merkittävän osuuden tuloksestaan osinkoina, yli 96 prosenttia. Vastakohtana mainittakoon myös Solidiumin omistuksiin lukeutuva Outokumpu, joka ei jakanut osinkoa kyseisenä ajanjaksona. Toiseksi matalimman arvon saavutti Nordea Bank 45,4 prosentilla.

Efektiivisen osinkotuottoprosentin keskiarvoksi kaikkien näiden yhtiöiden kesken muodostui 4,36. Korkein efektiivinen osinkotuottoprosentti oli Orionilla, keskimäärin 6,9 prosenttia vuodessa. Myös Elisan efektiivinen osinkotuottoprosentti oli korkea, yli 6,7 prosenttia. Vertailun häntäpäässä on yhtiöitä, kuten Outokumpu, Outotec ja Cargotec, joiden yhteenlaskettu osuus ei ylitä kumpaakaan yllä mainituista.

	Osinko tuloksesta %	Efektiivinen osinkotuotto %
Kaikki OMX 24 yhtiötä mukaan laskettuna	72,35	4,36
Ilman valtion pörssiyhtiöitä 22 kpl	73,94	4,33
Ilman valtion pörssiyhtiöitä ja Solidiumin omistuksessa olevia yhtiöitä 13 kpl	77,6	4,3
Solidiumin omistamien yhtiöiden osalta 9 kpl	68,65	4,38
Valtion pörssiyhtiöt ja Solidiumin omistuksessa olevat yhtiöt 11 kpl	66,14	4,44
Valtion pörssiyhtiöt 3 kpl	44,67	3,43

Taulukko 3 Vertailua eri omistusmuotojen välillä

Seuraavaksi tutkimuksessa suoritettiin vertailua valtion pörssiyhtiöiden, Solidiumin omistusten ja muiden yhtiöiden välillä. Kun tarkasteltavasta joukosta jätetään pois Fortum ja Neste, muodostui 22 yhtiön osinko tuloksesta prosentiksi 73,94 ja efektiiviseksi osinkotuottoprosentiksi 4,33. Ilman valtion pörssiyhtiöitä ja Solidiumin omistuksessa olevia yhtiöitä 13 yhtiön keskiarvoiksi muodostui 77,6 prosenttia ja 4,29 prosenttia. Solidiumin omistamien yhdeksän yhtiön osalta keskiarvoiksi muodostui 68,65 ja 4,38 prosenttia. Pelkästään valtion pörssiyhtiöiden ja Solidiumin, eli 11 yhtiön keskiarvoiksi muodostui 66,14 ja 4,44 prosenttia. Valtion pörssiyhtiöiden osalta keskiarvoiksi muodostui 44,67 ja 3,43 prosenttia.

Ensimmäisenä merkittävänä huomiona voidaan pitää valtion pörssiyhtiöiden jakavan merkittävästi pienempää osinkoa tuloksesta, kuin 24 yrityksen vertailuryhmän keskiarvo ($66,14 < 72,35$). Lisäksi efektiivisen osinkotuottoprosentin osuus on myös merkittävästi pienempi kuin vertailuryhmällä. Valtion pörssiyhtiöiden ja Solidiumin efektiivinen osinkotuottoprosentti on hieman vertailuryhmää suurempi ($4,44 > 4,36$). Vastaavasti osinkojen osuus tuloksesta on merkittävästi pienempi ($66,14 < 72,35$). Myös verrattaessa valtion pörssiyhtiöiden ja Solidiumin arvoja pelkästään ei valtion millään muotoa omistuksessa oleviin 13 yhtiöön, voidaan havaita sama trendi. Efektiivinen osinkotuottoprosentti on hieman korkeampi ($4,44 > 4,3$). Kuitenkin osingon osuus tuloksesta prosentin erotus on vieläkin suurempi, ($66,14 < 77,6$).

Pelkästään Solidiumin omistuksia tarkasteltaessa (9kpl) osingon osuus tuloksesta 68,65 on pienempi kuin 72,35 ja 77,6 prosenttia. Vastaavasti efektiivinen osinkotuotto prosentti 4,38 on hyvin lähellä vertailuarvoja, 4,36 ja 4,29 prosenttia.

4.3 Valtion pörssiyhtiöiden ja Solidiumin osinkopolitiikka

Tässä kappaleessa keskitytään valtion pörssiyhtiöiden ja Solidiumin itse määrittelemään osinkopolitiikkaan, jonka ne ovat julkisesti ilmoittaneet ja jota ne pyrkivät toteuttamaan. Tiedot yhtiöiden osinkopolitiikan linjauksista ovat yleensä saatavilla yhtiön sijoittajille suunnatusta osiosta, jossa yhtiöt esittävät osakkeisiinsa liittyvää tietoa. Myös tätä tutkimusta varten tarvittavat tiedot on kerätty yhtiöiden Internet sivuilta, sekä tilinpäätöstiedoista.

Fortum on linjannut osinkopolitiikkansa seuraavasti. Sen osinkopolitiikan tarkoituksena on edustaa ajantasaisuutta, läpinäkyvyyttä ja tukea yhtiön liiketoimintaa, sekä ottaa huomioon pitkän aikavälin strategian toteuttaminen. Osinkopolitiikan tehtävä on varmistaa, että omistajat saavat asianmukaisen korvauksen sijoittamalleen pääomalle. Se tukee pitkän aikavälin strategiaa, joka tähtää osakekohtaiseen tulokseen ja sitä kautta osingon kasvattamiseen. ”Fortumin tavoitteena on maksaa vakaa, kestävä ja aikaa myöten kasvava osinko, joka on 50–80 prosenttia osakekohtaisesta tuloksesta ilman kertaluontoisia eriä” (Fortum pörssitiedote).

Yhtiön ilmoittama osinkopolitiikka jättää melko suuren pelivaran jokaista yksittäistä osingonjako päätöstä kohden. Ero 50 ja 80 prosentin välillä on suuri. Mikäli tulos on 2 euroa per osake, on omistajan kannalta merkityksellistä, saako hän osinkona yhden euron vai 1,6 euroa osaketta kohden. Näin etenkin, jos omistajan intressinä on saada korkeita osinkotuottoja. Sama koskee myös valtiota, sillä se omistaa yli puolet yhtiön osakekannasta.

Toisaalta niin valtio omistajana, kuin Fortum yhtiönä arvostaa vakaata osinkoa. Tarkasteltavan ajanjakson puitteissa voidaan todeta, että Fortum on toteuttanut sen linjaamaa osinkopolitiikkaa moitteettomasti, sillä osinko on ollut osaketta kohden hyvin vakaa ja kasvava. Lisäksi empiirinen aineisto todentaa, että osingon osuus tuloksesta on yhtiön määrittelemän 50–80 prosentin puolessa välissä. Keskimäärin Fortum on

nimittäin maksanut osinkoina tuloksestaan tarkastelujakson aikana yli 66 prosenttia osinkoina.

Neste on puolestaan ilmoittanut osinkopolitiikastaan huomattavasti Fortumia suppeammin. Se linjaa osinkopolitiikkansa seuraavasti. *Neste jakaa osinkoa vähintään kolmanneksen vertailukelpoisesta tilikauden voitosta* (Neste Internet sivu). Tämä on etenkin Fortumiin verrattuna huomattavasti maltillisempi linjaus, joka mahdollistaa investointien tekemisen ja jakokelpoisten varojen jättämisen yhtiöön huomattavasti suuremmassa määrin.

Neste on kuitenkin vakiintunut toimija, jonka liiketoiminta on jatkuvasti voitollista. Nesteen osinkopolitiikan voidaan todeta olevan hyvin maltillinen ja liiketoiminnan tuloksellisuuteen nähden matala. Empiirisen aineiston perusteella yhtiön osinko on kasvanut euromääräisesti viiden vuoden aikana voimakkaasti. Vuoden 2009 0,25 euron osinko on lähes kolminkertaistunut vuoteen 2013 mennessä, ollen 0,65 euroa. Osingon osuus tuloksesta on myös vaihdellut melko voimakkaasti. Keskimäärin Neste on maksanut vuotuista osinkoa lähes 44 prosenttia tarkastelujaksolla. Tämä ylittää selvästi yhtiön määrittelemän 33 prosentin viitearvon.

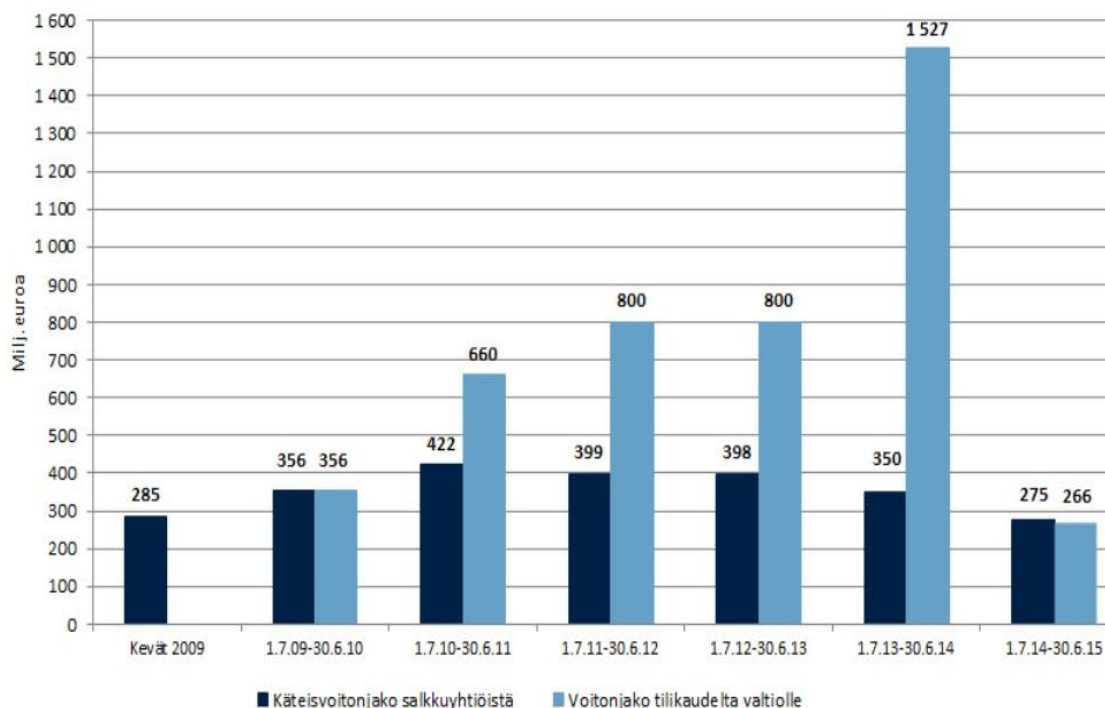
Finnairin osinkopolitiikan tavoitteena on *maksaa suhdannesyklin aikana keskimäärin vähintään kolmasosa osakekohtaisesta tuloksesta osinkoina. Yhtiön tuloskehitys- ja näkymät sekä rahoitustilanne ja pääomatarpeet pyritään ottamaan huomioon* (Finnair Internet sivu). Tarkasteltavan aikajakson puitteissa Finnair ei ole kyennyt maksamaan osinkoa kuin yhtenä vuotena. Tämä vaikeuttaa tarkastelua ja sen pohjalta on hyvin vaikea tehdä luotettavia johtopäätöksiä.

Vuonna 2012 Finnairin maksama osinko oli 121,2 prosenttia tuloksesta. Toisaalta muiden neljän vuoden aikana yhtiö ei maksanut lainkaan osinkoa. Keskiarvoa muodostettaessa viiden vuoden osalta, tulee tästä hieman yli 24 prosenttia vuotta kohden. Tämä jää selkeästi tavoitteesta, jonka yhtiö on asettanut vähintään 33 prosenttiin. Tämä selittyy täysin yhtiön heikolla tuloksella tarkasteltavalla aikavälillä. Yhtiön tehtävänä on tuottaa voittoa sen omistajilleen, missä Finnairin voidaan nähdä epäonnistuneen.

Solidiumin harjoittama liiketoiminta poikkeaa oleellisesti pörssiyrityksistä. Samalla tavoin sen osinkopolitiikka on hyvin erilaista kuin yllä esitetyillä yhtiöillä. Oheinen

taulukko havainnollistaa miten Solidium on jakanut voittoaan valtiolle sen toiminnan aikana.

SAATU JA MAKSETTU VOITONJAKO TILIKAUSITTAIN



Taulukko 4. Solidiumin voitonjako valtiolle.

Kuten oheinen kuvaaja esittää, on Solidium maksanut valtiolle voitonjakona huomattavia summia vuosittain. Ottaen huomioon sen määrän, jota Solidium on saanut sen salkkuyhtiöistä voitonjakoa, on suhde pitkällä aikavälillä kestämaton. Esimerkiksi vuonna 2013 Solidium sai alle 400 miljoonaa voitonjakoina ja tilitti yli kaksi kertaa suuremman summan valtiolle. Tarkastelukauden aikana Solidium maksoi kolmena vuonna viidestä enemmän voitonjakona valtiolle kuin sai salkkuyhtiöistään.

Solidiumin rahavirrat eivät koostu ainoastaan saaduista voitonjaoista salkkuyhtiöistä, vaan se saa tuottoja myös osakemyynneistä ja rahoitustuotoista. Esimerkiksi vuonna 2013 näiden yhteenlaskettu osuus oli 153 miljoonaa euroa (Solidium vuosikertomus 2013, s. 3). Muut rahavirrat ja salkkuyhtiöiden voitonjako ei kuitenkaan yllä valtiolle tilitettävään voitonjakoon.

Kansanedustaja Sinuhe Wallinheimo käsittelee Solidiumin toimintamallia ja tuloksellisuutta kirjallisessa kysymyksessä 666/2014. Hänen mukaansa Solidiumin

saavuttama tuotto ei ole sillä tasolla, jota siltä voitaisiin vaatia, vaan se on ollut heikompaa useana vuonna kuin HEX-yleisindeksi. Tämän perusteella Wallinheimo esittää valtion pörssiomaisuuden hoitamiseen osta ja pidä -filosofiaa, josta tässä tutkimuksessa on kerrottu aikaisemmassa luvussa. Näyttöä aktiivisen osakekaupan onnistumisesta Solidiumin osalta voidaan pitää tappiollisena. Hänen näkemyksensä mukaan osa toimintaan liittyvistä päätöksistä on tehty tukemaan valtion heikkoa taloutta, eikä taloudellisesta näkökulmasta ajateltuna. Merkillepantava seikka kirjallisessa kysymyksessä on myös Solidiumin harjoittama osinkopolitiikka. Wallinheimon mukaan Solidiumin uskottavuutta syö sen osinkopolitiikka, johon hän viittaa esimerkillä, jossa yhtiö sai osinkoja noin 350 miljoonaa ja tuloutti valtiolle lähes 900 miljoonaa euroa.

Solidiumin valtiolle maksamat osingot ovat merkityksellisiä valtion talouden kannalta. On kiistatta tärkeää, että on olemassa jokin taho, joka huolehtii kansallisesta omaisuudesta. Solidiumin tulos on sen historian aikana ollut kohtuullinen. Tästä voidaan kuitenkin esittää myös kritiikkiä, sillä se ei ole parhaalla mahdollisella tavalla kyennyt maksimoimaan tulostaan, vaan jäänyt esimerkiksi sijoitustuotoissaan HEX-yleisindeksin alapuolelle. Samalla huomionarvoista on sen osinkopolitiikka, joka on ollut hyvin aggressiivista. Yhtiö on maksanut jatkuvasti korkeaa osinkoa, mikä ei voi olla kestävää pitkällä aikavälillä tarkasteltuna, mikäli yhtiön oma tulos ei kasva merkittävästi ajan kuluessa.

Valtion pörssiyhtiöiden osalta on vaikea löytää yhtenäistä osinkopolitiikkaa. Yhtiöt ovat määritelleet oman osinkopolitiikkaansa hyvin erilaisilla ja keskeisessä asemassa Nesteen ja Finnairin kohdalla on pitkän aikavälin näkymät. Fortum puolestaan on keskittynyt osakkeenomistajien saamaan tuottoon sijoitukselleen. Yhtäläisyytenä voidaan havaita olevan Fortumin ja Nesteen maksamien osinkojen euromääräisessä kasvussa osaketta kohden. Samoin Nesteellä ja Finnairilla on tarkoituksena jakaa vähintään kolmannes tilikauden tuloksesta osinkoina. Tämä on kuitenkin hyvin viitteellinen arvio, jonka toteuman tarkastelu osoittaa sen olevan yhtiöiden välillä hyvin erilainen. Fortum puolestaan on määritellyt osinkopolitiikkansa melko laajaksi ja pyrkii jakamaan suuren määrän tilikauden tuloksestaan osakkaille. Tarkastelun perusteella se on myös noudattanut laatimaansa osinkopolitiikkaa. Solidiumin osinkopolitiikkaa on hyvin voimakasta, eikä sitä voi luotettavasti verrata pörssiyritysten osinkopolitiikkaan.

4.4 OMX Helsinki 24 yhtiöiden osinkopolitiikka

Tämän kappaleen tarkoituksena on tutkia Helsingin pörssin 24 markkina-arvoltaan suurimman yrityksen määrittämää osinkopolitiikkaa. Tarkoituksena on pyrkiä muodostamaan kokonaiskuva siitä, miten suuret yritykset määrittelevät osinkopolitiikkansa sijoittajille. Samalla tarkoitusta on muodostaa kokonaiskuva siitä, onko näillä yrityksillä yhtenevää osinkopolitiikkaa ja kuinka valtion pörssiyhtiöiden osinkopolitiikka on linjassa kyseisten yritysten kanssa. Lisäksi tarkastellaan Solidiumin omistuksessa olevien yhtiöiden osinkopolitiikkaa.

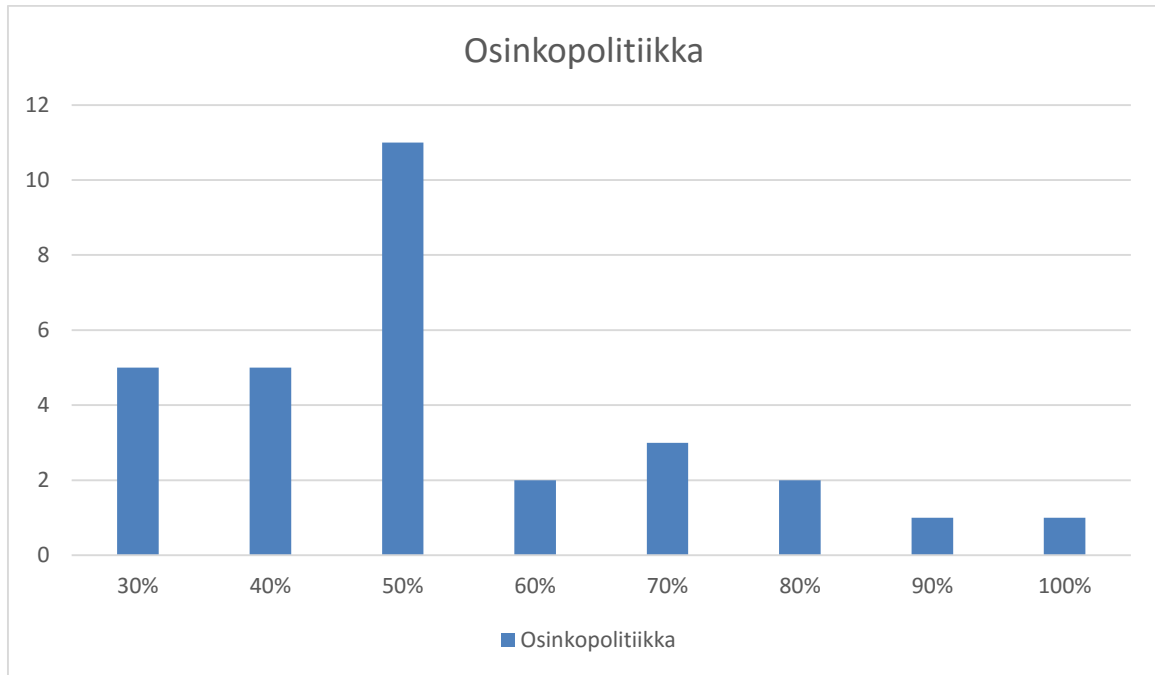
Tutkiessa OMX Helsinki 24 -yhtiöiden määrittelemiä osinkopoliittisia linjauksia, voidaan huomata yhtiöiden määrittelevän osinkopolitiikkansa hyvin eri tavalla. Valtaosa yhtiöistä jättää osinkopoliittisen linjauksen avulla mahdollisuuksia sopeuttaa osingon maksua tilikauden tulokseen ja tulevaisuuden näkymiin. Tämä ilmenee esimerkiksi käytettäessä muotoa *tilikauden tuloksesta jaetaan vähintään*, tai prosentuaalinen osuus kasvatetaan laajaksi, kuten 40–60 prosenttia tilikauden tuloksesta. Tämän tyyppinen politiikka on mielekästä, sillä taloudessa tapahtuvat vaihtelut vaikuttavat yrityksen varallisuuteen ja näin ne pystyvät helpommin toteuttamaan valitsemaansa osinkopolitiikkaa vaikeammissakin olosuhteissa.

Tarkasteltaessa sitä, kuinka nämä yhtiöt ovat onnistuneet noudattamaan valitsemaansa osinkopolitiikkaa, voidaan huomata suurimman osan maksaneen enemmän osinkoja, kuin ne ovat päätöksissään linjanneet. Tämä on varmasti monelle osakkaalle mieluinen yllätys, sillä kuten aiemmin on todettu, sijoittajat pitävät osingoista. Kuudestatoista yrityksestä kaksitoista on tarkastelujakson aikana maksanut suurempaa osinkoa kuin he ovat linjauksissaan ilmoittaneet. Tämä luku pitää sisällään myös ne yhtiöt, jotka ovat esimerkiksi ilmoittaneet maksavansa vähintään 50 % tilikauden tuloksesta osinkoina, ja toteuma on ollut yli tuon määritellyn vähimmäisarvon. Kolme yhtiötä on noudattanut osinkopolitiikkaansa hyvin tarkasti ja maksanut osinkoja juuri määriteltyjen rajojen puitteissa. Ainoastaan Outokumpu ei ole kyennyt maksamaan osinkoja sen ilmoittaman osinkopolitiikan mukaisesti.

Kaikki yhtiöt eivät ole ilmoittaneet ollenkaan osinkopolitiikkansa linjausta julkisesti. Esimerkiksi Koneella ei ole määriteltyä osinkopolitiikkaa. Samoin Nokia ei ole määritellyt tarkasti, millä perustein se jakaa osinkoa. Nokia jakaa jakokelpoisia varoja, jos se on mahdollista. Kemira puolestaan määrittelee osinkopolitiikkansa tarkoituksen vakaaksi ja kilpailukykyiseksi, mikä on hyvin tulkinnallinen määritelmä. TeliaSoneran tavoitteena on poikkeuksellisesti rahamääräinen osinko, vähintään kolme Ruotsin kruunua osakkeelta.

Korkeimpia osinkopoliittisia yhtiöitä edustavat Elisa, Fortum ja Nordea Bank. Elisan tavoite on jakaa 80–100 prosenttia edellisen tilikauden tuloksesta. Nordea Bank on tarkastelujakson aikana maksanut hieman yli 45 prosenttia osinkoina, mutta tulevaisuudessa tarkoitus on jakaa vähintään 75 prosenttia tuloksesta. Monella yhtiöllä on määritelty joko vakaa tai tulevaisuudessa kasvava osinkosumma.

Solidiumin omistuksessa olevien yhtiöiden osalta ei voida havaita poikkeuksellisen voimakasta osinkopolitiikkaa. Ainoastaan Elisa on määritellyt hyvin korkean osinkopolitiikan. Muiden yhtiöiden osalta poikkeavuuksia ei löydy, vaan ne ovat pitkälti yhtenäisiä muiden yhtiöiden linjauksien kanssa. Samaa voidaan sanoa valtion pörssiyhtiöiden osinkopolitiikasta. Fortumin linjaus on muita yhtiöitä suurempi, mutta muiden linjaukset ovat hyvin saman tyyppisiä kuin muilla yhtiöillä. Tämän pohjalta ei voida tehdä johtopäätöksiä valtion pörssiyhtiöiden tai Solidiumin omistuksessa olevien yhtiöiden keskimääräistä korkeammasta osinkopolitiikasta.



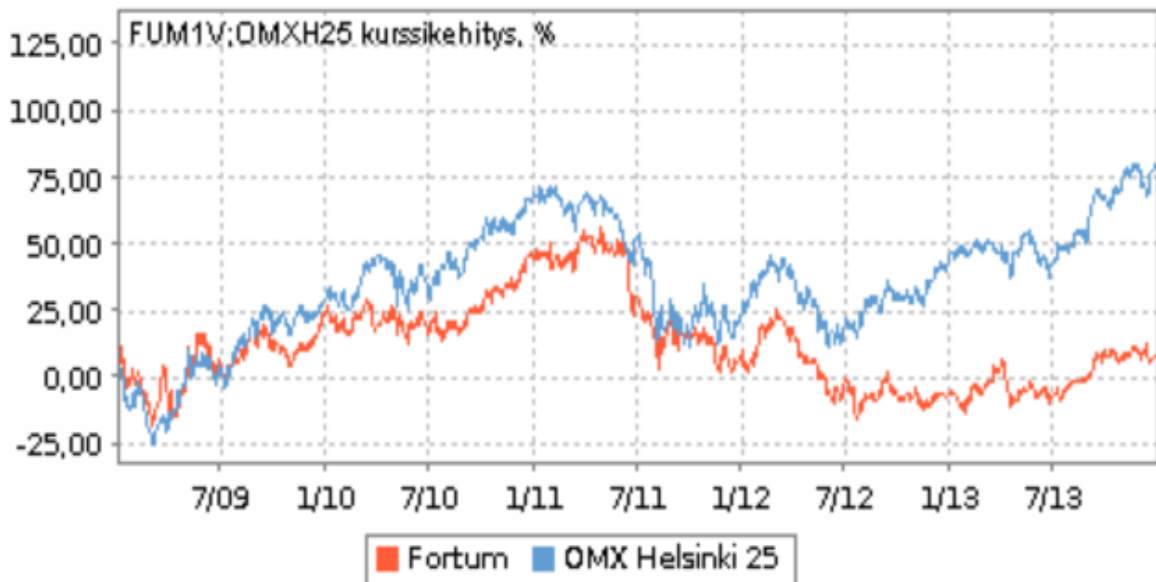
Taulukko 5 Osinkopolitiikka

Oheinen taulukko kuvastaa sitä mille välille niiden yritysten, jotka ovat numeerisesti määritelleet osinkopolitiikkansa, havainnot jakautuvat. Taulukko on koottu siten, että jos yritys on ilmoittanut osinkopolitiikakseen 40–60 prosenttia, on arvot 40, 50, ja 60 saaneet jokainen yhden havainnon. Koska havainnoista on mahdoton muodostaa yksiselitteistä vastausta, pyritään taulukon avulla kuvaamaan niitä arvoja, jotka ovat nousseet esille havaintojoukosta. Kuten voidaan nähdä, on 50 prosenttia noussut suosituimmaksi arvoksi. Seuraavaksi suosituimpia arvoja ovat 30 ja 40 prosenttia. Tämä tukee pitkälti sitä havaintoa, jonka mukaan Suomalaisten pörssiyritysten osinkopolitiittinen linjaus on yleensä jakaa puolet tilikauden tuloksesta osinkoina.

4.5 Valtion pörssiyhtiöiden arvon kehitys 2009–2013 verrattuna OMX Helsinki 25 -indeksiin

Kuten aiemmin on todettu, ei pörssiyhtiöiden arvon muodostumiseen vaikuta pelkästään niiden maksamat osingot, vaan sijoittaja voi saada tuottoa myös yrityksen arvonnousun avulla. Tämän vuoksi on myös oleellista tarkastella valtion pörssiyhtiöiden kurssikehitystä valittuna ajanjaksona. Vaikka valtio ei aktiivisesti käy kauppaa

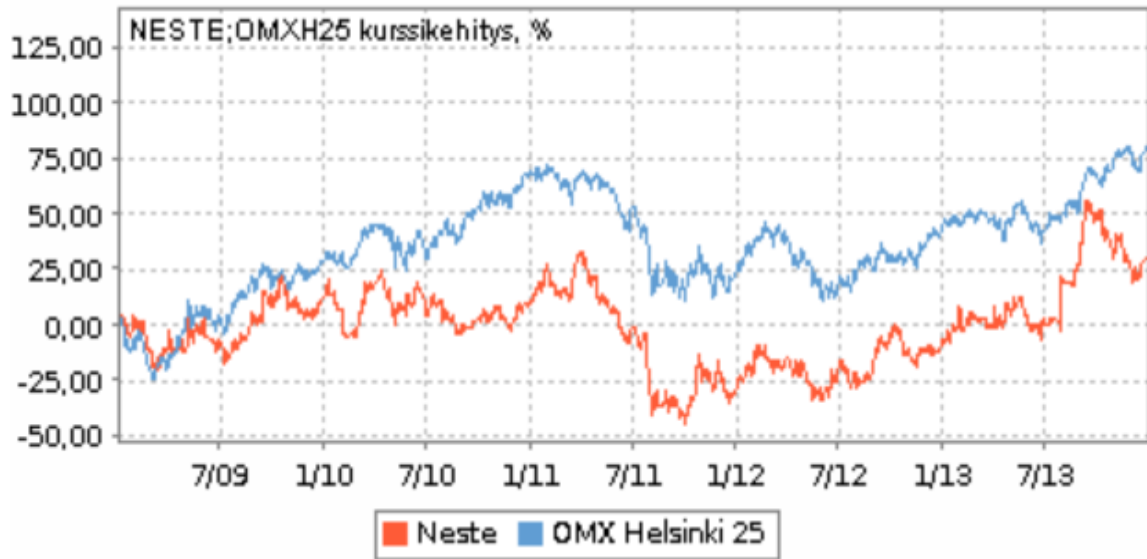
omistamillaan osakkeilla, on yhtiön kurssikehityksellä merkitystä esimerkiksi sen houkuttelevuuden kannalta. Lisäksi huomionarvoista on myös kokonaisomistuksen arvo, joka muodostetaan omistamien osakkeiden arvon pohjalta. Tässä kohtaa vertailtavaksi kohteeksi on valittu OMX Helsinki 25 -indeksi, joka muodostuu 25 yrityksen kurssikehityksen pohjalta.



Taulukko 6 Fortumin kurssikehitys (Kauppalehti)

Fortumin kurssikehitys on tarkasteltavalla ajanjaksolla ollut melko maltillista. Verrattuna OMX Helsinki 25 -indeksiin sen vaihteluväli on ollut hieman matalampaa. Selviä laskusuhteita yhtiön osake on kokenut vuosina 2009, 2011 ja 2012. Kurssi on käyttäytynyt pitkälti samansuuntaisesti kuin vertailtava indeksi. Ainoastaan vuonna 2012 alkanut kurssikehitys on Fortumin osalta ollut lähes olematonta, eikä se ole noussut lähellekään samassa suhteessa kuin vertailtava indeksi.

Pääsääntöisesti Fortumin kurssi on ollut tarkasteltavalla aikavälillä 0-tason yläpuolella. Vertailujakson loppupuolella ero vertailuindeksiin on kuitenkin suuri, sillä Fortum on noin +10 %:n tasolla ja OMX Helsinki 25 -indeksi +75 %:n paikkeilla. Kaikkiaan Fortumin kurssikehitystä voidaan pitää melko maltillisena kyseisellä aikavälillä, eikä se ole merkittävästi kasvattanut arvoaan kyseisellä aikajaksolla.



Taulukko 7 Nesteen kurssikehitys (Kauppalehti)

Nesteen kurssikehitys on muodoltaan hyvin samankaltainen kuin vertailtava indeksi. Huomattavana erona voidaan kuitenkin pitää melko suurta eroa kurssikehityksessä. Missään vaiheessa Nesteen kurssi ei kohoa vertailtavan indeksin yläpuolelle ja valtaosan ajasta niiden välillä on suuri ero. Tästä mainittakoon esimerkkinä vuoden 2011 alku, jossa Nesteen kurssi on +10 prosentin paikkeilla ja vertailtavan indeksin lähes +75 prosentin tienoilla. Vaikka kehityssuunta noudattaa hyvin saman tyyppistä muotoa, jää Nesteen kurssikehitys jatkuvasti pienemmäksi.

Nesteen osakkeen arvo romahtaa voimakkaasti vuoden 2011 puolenvälin tienoilla, ollen 0-tason alapuolella kahden vuoden verran. Tämän jälkeen kurssin kehitys on voimakkaasti ylöspäin. Nesteen kurssi verrattuna Fortumin kurssiin on voimakkaammin vaihteleva molempiin suuntiin. Noin puolet ajanjaksosta kurssi on 0-tason alapuolella, eikä ajanjakson loppua lukuun ottamatta kasva voimakkaasti missään vaiheessa. Nesteen kurssikehitys on selvästi vertailtavaa indeksiä heikompi, eikä se näin ollen ole sijoittajan kannalta paras mahdollinen sijoituskohde omistaja-arvon maksimoimiseksi, pois lukien vertailujakson loppuvaiheen voimakas nousu.



Taulukko 8 Finnairin kurssikehitys (Kauppalehti)

Finnairin kurssikehitystä kyseisenä ajanjaksona voidaan luonnehtia hyvin synkäksi. Käytännössä koko tarkastelujakson ajan se on 0-tason alapuolella, 2010 puolenvälin ja 2011 alkuvuotta lukuun ottamatta. Tämän jälkeen osakkeen arvo sukeltaa voimakkaasti, ollen pahimmillaan yli -50 %:n alapuolella. Tämän pohjatason jälkeenkään kehitys ei ole erityisen suotuisaa, vaikka pientä nousua on havaittavissa. Ero vertailtavaan indeksiin on merkittävä. Valtion pörssiyhtiöiden osalta Finnairin arvonkehitys on ollut kaikista heikointa, pääsääntöisesti negatiivista vertailtavalla ajanjaksolla. Tämä selittyy pitkälti yhtiön jatkuvasti tappiollisella liiketoiminnalla, joka ei tue kurssikehitystä.

Kaikkiaan valtion pörssiyhtiöistä yhdenkään arvo ei kehittynyt enempää kuin vertailtavan indeksin tarkasteltavalla aikavälillä. Ilmiönä tämä ei ole poikkeuksellinen, vaan sijoittamisessa korostetaan usein hajauttamista, jossa sijoitettavissa oleva pääoma pyritään sijoittamaan useampaan kohteeseen, minimoidakseen sijoitusriskiä. Tämä mahdollistaa usein myös parhaan tuoton, sillä on hyvin vaikeaa sijoittaa käytössä olevaa pääomaa juuri siihen kohteeseen, joka on kaikista tuottavin. Solidiumin toimintamalli edustaa sijoitusten hajauttamista usean yhtiön välillä. Vastaavasti valtion pörssiyhtiöissä omistajuus pidetään tasaisesti yhtiöissä, niiden tuloksesta huolimatta.

Valtion pörssiyhtiöistä parhaiten vertailtavan indeksin suhteen menestyi yhtiö, joka on kyseisellä aikavälillä maksanut eniten osinkoa. Fortumin kurssikehitys oli melko lähellä vertailtavaa indeksiä, kuitenkin jääden siitä. Seuraavaksi parhaiten menestyi Neste, joka valtion pörssiyhtiöistä jakoi toiseksi eniten osinkoja. Nesteen ero vertailtavaan indeksiin kasvoi kuitenkin huomattavasti suuremmaksi kuin Fortumilla.

Heikoiten menestyi Finnair, joka on maksanut osinkoa vain kerran kyseisellä aikavälillä. Osingonmaksulla ei myöskään näyttänyt olevan kurssin kannalta selkeää nousuvaikutusta sinä vuonna, kun yhtiö maksoi osinkoa. Tämä selittyy todennäköisesti yhtiön pitkäaikaisilla raskailla tappioilla ja liiketoiminta-alueen haastavalla tilanteella, joka ulottuu pitkälle tulevaisuuteen.

5 JOHTOPÄÄTÖKSET

Tässä luvussa esitellään sekä tutkimuksessa saavutettuja että tutkimuskysymysten avulla saatuja tuloksia. Lisäksi luvussa esitetään pohdintaa tutkimuksen tuloksista, nostetaan esille julkisuudessa käytyä kritiikkiä ja pohditaan mahdollisia jatkotutkimuksen kannalta oleellisia seikkoja.

5.1 Tutkimuksen tulokset

Tutkimuksen tarkoituksena oli selvittää ja arvioida valtion pörssiyhtiöiden ja Solidiumin tuottamaa lisäarvoa sen omistajille osingonmaksun muodossa ja vielä tarkemmin sitä, ovatko ne pystyneet tuottamaan lisäarvoa omistajilleen. Toisena keskeisenä tutkimuskysymyksenä oli tarkastella valtion pörssiyhtiöiden osinkopolitiikkaa suhteessa Helsingin pörssin suuriin yrityksiin. Tätä vertailua toteutettiin kyseisten yritysten tilinpäätöstiedoista kerätyn aineiston avulla. Aineiston pohjalta muodostettiin vastauksia siihen, eroaako valtion pörssiyhtiöiden osinkopolitiikka niistä yhtiöistä, joissa valtiolla ei ole omistuksia.

Valtion pörssiyhtiöistä Fortum ja Neste ovat maksaneet tarkasteltavan aikajakson puitteissa osinkoja omistajilleen kasvavassa määrin. Etenkin Fortumin maksama osinko on suuruusluokaltaan merkittävä valtion talouden kannalta. Koska valtion omistajuus arvoltaan mitattuna Fortumista on suurin, tekee siitä tärkeimmän yhtiön valtion kannalta. Näin voidaan todeta kahden valtion pörssiyhtiön tuottaneen lisäarvoa omistajilleen osingonmaksun muodossa 2009–2013 vuosien aikana.

Vastaavasti Finnairin huono liiketoiminnallinen tilanne heijastuu sen kykyyn maksaa osinkoa. Tutkimuksen aikakehyksen puitteissa se maksoi ainoastaan yhtenä vuonna osinkoa ja taloudellinen tulos ylittääään oli vaatimatonta, pääsääntöisesti tappiollista. Toisaalta Finnairin omistusarvo valtion kannalta on melko vähäinen verrattuna Nesteeseen ja etenkin Fortumiin. Tästä näkökulmasta tarkasteltuna voidaan todeta Finnairin taloudellisella menestyksellä olevan merkittävästi pienempi vaikutus valtion saamaan osingonjakoon, kuin kahdella muulla yhtiöllä. Vaikka Finnair olisi kyennyt maksamaan keskivertoista osinkoa, ei sillä olisi ollut suurta vaikutusta valtion tuloihin.

Tutkimuksessa suoritetun vertailun pohjalta voidaan todeta Fortumin maksaneen tuloksestaan vähemmän osinkoa kuin vertailuryhmän keskiarvo. Vastaavasti sen efektiivinen osinkotuotto prosentti oli huomattavasti vertailuryhmää korkeammalla tasolla. Nesteen maksaman osingon osuus tuloksesta oli huomattavasti vertailuryhmää matalammalla tasolla. Samoin sen efektiivinen osinkotuotto prosentti oli vertailuryhmää matalammalla tasolla. Finnair oli vertailtavien yritysten joukosta heikoiten menestynyt yhtiö, jonka tulokset jäivät kauas keskiarvosta.

Tarkasteltaessa kokonaisuudessaan valtion pörssiyhtiöitä, ei voida sanoa niiden maksaneen osinkoa tuloksesta enempää, kuin vertailtavan ryhmän keskiarvo. Samoin niiden efektiivinen osinkotuotto oli pienempää kuin vertailtavalla ryhmällä. Mikäli Finnair jätetään vertailusta pois, muodostuu efektiivisestä osinkotuotosta suurempi kuin vertailtavan ryhmän keskiarvo. Vastaavasti osingon suhde tuloksesta jää pienemmäksi. Tämä tukee tutkimuksen kannalta keskeistä tulosta, jonka mukaan valtion pörssiyhtiöt eivät maksa osinkoa keskimäärin enempää, vaikka valtion taloudellisen tilanteen kannalta tämä voisi olla perusteltua ja tarpeellista.

Fortumin poikkeuksellisen korkealle efektiiviselle osinkotuotolle voidaan hakea syytä valtion omistajuudesta. Tämä vaikuttaa osakkeen hintaan, sillä sijoittajat eivät perinteisesti arvosta valtion omistuksessa olevia osakkeita ”täyteen hintaan”. Lisäksi Fortumin suurilla investoinneilla Venäjällä saattaa olla merkitystä osakkeen arvostukseen, sillä toistaiseksi nämä investoinnit eivät ole tuottaneet voittoa. Lisäksi niihin sisältyy paljon epävarmuutta aiheuttavia tekijöitä.

Osinkopolitiikan suhteen valtion pörssiyhtiöistä Fortum on määritellyt suhteellisen korkean linjauksen. Fortumin linjaus on vertailtavan ryhmän suurimpia, ei kuitenkaan suurin. Merkityksellinen havainto Fortumin osinkopolitiikasta on sen määritelmän mahdollistama, melko suuri vaihteluväli osingonjaon suhteen. Finnairin ja Nesteen osinkopolitiikka on määritelty pitkälti samansuuntaisesti. Merkittävänä erona voidaan havaita niiden toteuttaneen antamia linjauksia eri tavoin. Neste on noudattanut osinkopolitiikkaansa reilusti yli sen määrittelemän arvon mukaisesti, kun vastaavasti Finnair ei ole kyennyt sitä noudattamaan. Kokonaisuutena tarkastellun joukon perusteella valtion pörssiyhtiöiden osinkopolitiikka ei eroa merkittävästi suurista Helsingin pörssin yhtiöistä. Tätä on havainnollistettu tutkimuksen neljännessä luvussa

olevan kuvaajan avulla, josta voidaan havaita näiden yhtiöiden numeeristen arvojen sijoittuvan suurimpien havaintojen joukkoon.

Laajennettaessa tarkastelujoukkoa ottamalla mukaan Solidiumin omistukset, voidaan huomata valtion omistuksessa olevien yhtiöiden maksaneen keskimäärin kuusi prosenttiyksikköä pienempää osinkoa tuloksestaan kuin vertailtava ryhmä keskimäärin. Vastaavasti efektiivinen osinkotuotto on hieman vertailtavaa ryhmää korkeammalla tasolla. Pelkästään Solidiumin omistuksessa olevien yhtiöiden osalta osingon osuus tuloksesta on noin neljä prosenttiyksikköä matalampi ja efektiivinen osinkotuotto lähes samalla tasolla vertailtavan ryhmän kanssa.

Mikäli vertailtavaksi ryhmäksi valitaan pelkästään ne yhtiöt, joissa valtiolla ei ole omistuksia, ilmiö on samantapainen. Nämä yhtiöt ovat jakaneet enemmän osinkoja suhteessa tulokseensa ja vastaavasti niiden efektiivinen osinkotuotto-prosentti on matalampi. Tämä vahvistaa entisestään tutkimuksen kannalta merkittävää tulosta, jonka mukaan valtion pörssiyhtiöiden ja Solidiumin voitonjakosuhde ei ole poikkeuksellisen korkea, ja vastaavasti näiden yhtiöiden arvostukseen vaikuttaa alentavasti valtion omistajuus.

Osinkopolitiikan osalta Solidiumin toimintamalli on mielenkiintoinen, sillä se on jakanut valtiolle erittäin korkeaa voitonjakoa usean vuoden ajan suhteessa sen omaan tulokseen. Tämän perusteella Solidiumin roolia voisi luonnehtia valtion kannalta tuloksentekokoneeksi, joka jakaa vuosittain merkittäviä osinkoja heikossa taloudellisessa tilanteessa olevalle omistajalleen.

Valtion pörssiyhtiöiden osalta omistajuusosuudet pysyivät muuttumattomina tarkasteltavan ajanjakson aikana. Valtio voidaan tässä mielessä nähdä passiivisena omistajana, joka ei reagoi yhtiöiden markkinatilanteeseen, vaan odottaa yhtiöltä saamaansa voitonjakoa.

Lisäksi keskeisenä hyötynä on strategisen intressin turvaaminen koko maan kannalta, minkä valossa näiden yhtiöiden omistajuus pitkällä aikavälillä on perusteltua. Pitkäjänteinen omistajuus takaa yhtiöiden kotimaisuuden ja vaikuttaa tätä kautta monella tapaa maan talouteen positiivisesti. Pitkäjänteisen omistajuuden merkittävänä hyötynä on tasaisen voitonjaon lisäksi transaktiokustannuksilta säästymisen buy and

hold -tilannetta muistuttavassa toimintamallissa. Transaktiokustannuksilta säästyminen kasvattaa saatujen voitonjakojen osuutta ja säästää työvoiman resursseja.

Solidium puolestaan toteuttaa aktiivista kaupankäyntiä sen strategian mukaisissa tilanteissa. Tarkastelujakson kannalta merkittävin tapahtuma oli Talvivaaran osakeantiin osallistuminen, minkä avulla pyrittiin takaamaan yhtiön toiminnan kehittäminen ja ympäristöasioissa paremman tilan saavuttaminen. Jälkikäteen tätä tointa voidaan arvostella voimakkaasti. Kritiikkiä voidaan esittää esimerkiksi perusteista, jotka vaikuttivat Solidiumin osallistumiseen osakeantiin. Olivatko kaikki päätökset tehty valtion omistusravon maksimoimiseksi vai vaikuttiko niihin valtion kannalta muut intressit, kuten Kainuun työvoimatilanteen turvaaminen. Ylen haastattelussa toimitusjohtaja Kari Järvinen korostaa Solidiumin vastuuden rajautuvan sijoituksiin, ja ympäristövastuun kuuluvan puolestaan valtiolle. Samalla hän huomauttaa Talvivaaran omistussuuden Solidiumin koko osakesalkusta kaupan jälkeenkin olevan melko vaatimaton, joten se tulee ottaa myös huomioon kritiikkiä annettaessa. (Yle uutiset 20.11.2013.)

Kokonaisuutena Talvivaaran tapaus kuvastaa Solidiumin haasteellista toimintamallia. Päämies-roolissa se pyrkii maksimoimaan käytössä olevien pääomien tuottoa pitkällä aikavälillä, vaikuttamalla hallitusten jäsenten valintaan ja tekemällä tiivistä yhteistyötä yritysten kanssa. Agentin roolia hoitaessa sen tarkoitus on toimia itsenäisesti omien analyysien perusteella, tehden onnistuneita sijoituspäätöksiä. Kuten case-Talvivaara osoittaa, on sen päämiehellä tietyissä tilanteissa intressejä Solidiumin omistamia yhtiöitä kohtaan. Tässä kohdin valtion intressinä oli estää vakavan ympäristökatastrofin syntyminen. Tämä heikentää agentin roolin alkuperäistä toimintavapautta, mikä tekee sen tehtävästä haasteellisen.

Sijoitustoiminnassa ja varoja allokoimissa tulee ottaa huomioon eri tuotteiden riskisyys. Pitkällä aikavälillä osakkeet ovat olleet parhaiten tuottava sijoitusmuoto, joka luonnollisesti sisältää myös paljon riskejä. Teoriaosuudessa on kuvattu kuinka sijoitukset tuottavat parhaiten arvoa pitkällä aikavälillä. Solidiumin toimintaa esittelevässä osuudessa käsitellään yhtiön substanssiarvon melko voimakasta vaihtelua, joka havainnollistaa sijoituksille tyypillistä riskisyyttä. Sijoitusten ollessa parhaiten tuottava vaihtoehto pitkällä aikavälillä, on hyvä asia, että valtio on mukana tässä toiminnassa. Etenkin Solidiumin perustaminen taloudellisesti haastavissa olosuhteissa

kuvaa hyvin valtion halua kehittyä ja olla mukana suomalaisessa sijoitustoiminnassa turvaamassa yhtiöiden kotimaisuutta ankkuriomistajuuden muodossa.

Solidium työkaluna ja oikein johdettuna tarjoaa mahdollisuudet nopeaan reagointiin markkinoilla, jossa muutokset tapahtuvat nopeasti. Keskeisimpänä tekijänä Solidiumin menestykselle on oikein tehdyt sijoituspäätökset myyntien ja ostojen suhteen. Tässä ei ole kuitenkaan täysin onnistuttu, sillä Solidium on jäänyt tuotoissaan useasti HEX-indeksin tuotoille.

Suurten tuottojen saavuttaminen osakemarkkinoilla pitkällä aikavälillä perustuu pitkälti korkoa korolle tekijään. On luonnollista, että valtion pörssiyhtiöstä saadut osingot käytetään valtion budjetin täydentämiseksi. Vastaavasti Solidiumin, joka on luotu työkaluksi kotimaisen omistajuuden takaamiseksi, sekä pitkäjänteiseksi omistajaksi ei välttämättä ole perusteltua jakaa kohtuuttoman suuria osinkoja tuloksestaan valtiolle. Tällä hetkellä se ei pysty hyödyntämään osakkeista saamia osinkoja itse sijoittamalla niitä takaisin pörssiin. Sijoittamalla saamiaan voittoja Solidium pystyisi kasvattamaan substanssiarvoaan ja jakamaan suurempia osinkoja valtiolle tulevaisuudessa. Mikäli Solidium jakaisi voitonjakoa valtiolle vaikka joka toinen vuosi, kykenisi se kasvattamaan omistuksiaan saamien osinkojensa avulla ja näin jakamaan tulevaisuudessa korkeampia osinkoja valtiolle. Tähän oleellisen haastavuuden tekee valtion heikko taloudellinen tilanne, jonka vuoksi sillä on tarve jatkuvasti suurelle voitonjaoille. Lisäksi valtion sijoitusstrategia, jonka mukaan se odottaa vakaata osinkoa omistuksistaan, on ristiriidassa tämän kanssa.

Päämies-agentti-teorian mukaan päämiehet, eli kansalaiset voivat olla melko tyytyväisiä agenttien toimintaan ja tehtävänhoitoon. Sama johtopäätös voidaan vetää tarkasteltaessa valtion ja yritysten välistä päämies-agentti-suhdetta. Agentit ovat kyenneet hoitamaan tehtäväänsä tyydyttävästi ja tuottamaan päämiehille taloudellista lisäarvoa kyseisenä ajanjaksona. Poikkeus kohdistuu Finnairiin, joka on epäonnistunut tehtävässään taloudellisesti ja valvonnallisesti tarkasteltuna. Finnairin entisen toimitusjohtajan Mika Vehviläisen vähintäänkin kyseenalaiset asuntokaupat saattoivat yhtiön huonoon valoon julkisuudessa. Tapaus sai merkittävästi huomiota mediassa, joka osoittaa ulkoisen valvonnan kansalaisten puolesta toteutuvan.

Samoihin aikoihin esille nousi myös Finnairin johtoon kohdistunut palkitsemiskohu, josta se sai pörssin kurinpitolautakunnalta varoituksen. Myös valtion puolelta reagoitiin

tapahtumiin. Silloinen omistajaohjausministeri Heidi Hautala vaati hallituksen jäsenten erottamista niille henkilöille, jotka liittyivät tapaukseen. Vehviläisen eron jälkeen hän siirtyi Finnairilta Cargotecin toimitusjohtajaksi, mikä todentaa toimivien johtajamarkkinoiden olemassaoloa.

Muiden yhtiöiden osalta johto on toiminut moitteettomasti, eikä kyseisenä ajanjaksona ole tullut esiin tilanteita, joissa se olisi tavoitellut omaa etuaan yhtiön edun sijasta. Tähän selittävänä tekijänä voidaan mainita johdon palkitsemismallit. Kaikissa näissä yhtiöissä ylin johto on sitoutettu toimimaan yhtiön etujen mukaisesti oman tulospalkkion avulla. Vaikka valtion pörssiyhtiöissä nämä palkkiot ovat perinteisesti matalalla tasolla, on johtotehtäviin valikoitunut päteviä henkilöitä. Tämä toimintamalli aiheuttaa agenttikustannuksia, mikä vastaavasti pienentää omistajien saamia voittoja. Sama toimintamalli on kuitenkin vakiintunut käytäntö useissa pörssiyhtiöissä, joten se ei ole selittävä tekijä valtion pörssiyhtiöiden ja Solidiumin tuloksellisuuteen.

5.2 Lopuksi

Valtion omistusosuus on poikkeuksellisen suurta Suomessa. Tämän pohjalta on mielekästä pohtia tulisiko valtion toimia näin suurena omistajana vapailla markkinoilla. Tutkimuksessa havaittiin valtion pörssiyhtiöiden efektiivisen osinkotuottoprosentin olevan yli kolme prosenttia. Solidiumin osakkeiden osalta vastaava arvo oli yli neljä prosenttia. Vallitsevassa tilanteessa korkojen ollessa alhaisella tasolla, sijoituksista saatavat tuotot kohoavat helposti yli valtion velasta maksettavaa korkoa suuremmiksi. Esimerkiksi vuoden 2011 lopussa velan keskimääräinen korko oli 2,5 prosenttia (Talousarvioesitys 2013). Tämän perusteella valtio saa sijoituksilleen huomattavasti parempaa tuottoa kuin maksaa velasta korkoa. Näin valtion sijoitustoimintaa voidaan perustella kannattavaksi. Lisäksi aiemmin mainitut seikat, kuten ankkuriomistajuus, työllisyys ja kansataloudelliset vaikutukset puhuvat valtion sijoitustoiminnan järkevyyden puolesta. Finnairin osalta omistajuudelle ei löydy perusteita taloudellisesti tarkasteltuna.

Julkisuudessa on kuitenkin kritisoitu voimakkaasti valtion sijoitustoimintaa. Tähän on koottu keskeisimpiä perusteluja sille, miksi valtion ei tulisi omistaa pörssiosakkeita. Valtion intressien voidaan nähdä olevan laajemmat kuin sijoittajilla perinteisesti. Työntekijöiden ja muiden sidosryhmien huolehtiminen vaikuttaa valtion omistamien

yhtiöiden tuloksellisuuteen. Sijoituspäätöksiä tehtäessä otetaan huomioon sijoituksen kannattavuuden lisäksi tekijöitä, jotka ovat vahvasti poliittisesti vaikuttavia, kuten työllisyys, aluepolitiikka ja ympäristö. Tällä viitataan esimerkiksi Talvivaaran osakeanteihin osallistumisella, joissa yhtiö itse myönsi sijoitusten taustasyiden olevan poliittisia. Solidium myi Sammon osakkeet, vaikka se tuotti yhtiölle merkittävää osinkotuottoa. (Nordnet blogi.) Tähän keskeisesti vaikutti tarve realisoida varoja, jonka vuoksi vakaasta osinkotuotosta luovuttiin.

Nordnetin osakestrategi Jukka Oksaharju arvostelee voimakkaasti valtion omistajuutta. Hän nostaa esimerkeiksi Finnairin ylihintaisten työntekijöiden suojelun ja Metson irtisanomiset samaan aikaan esitettyjen lisäosinkojen maksun kanssa, missä poliittiset päätökset ovat nousseet taloudellisten perustelujen edelle. Oksaharju myös kritisoi työvoiman kotimaisuuden tärkeyden puolustamista, valtion pörssiyritysten hallituksiin valikoituneiden henkilöiden pätevyyttä, Solidiumin toiminnan vapautta politiikasta ja valtion yksittäisten sijoittajien houkuttelua markkinoilla. (Directors' institute of Finland.) Samansuuntaisia ajatuksia on myös esittänyt Puttonen (2004), jonka mietteitä on käsitelty tutkimuksen kolmannessa luvussa.

Solidiumin toimintaa on arvioinut keväällä 2015 omistajaohjauksesta vastaavan ministerin asettama työryhmä. Samassa yhteydessä Solidiumin salkun kehitystä arvioi puolueeton eQ Varainhoito Oy. Huhtikuussa 2015 Solidiumin ylimääräinen yhtiökokous päätti vapauttaa hallituksen puheenjohtaja Pekka Ala-Pietilän tehtävästään (Solidium tiedotteet). Samalla päivämäärällä myös yhtiön hallituksen varapuheenjohtaja Eija Ailasmaa ilmoitti eroavansa tehtävästään (Solidium tiedotteet). Solidiumissa tapahtuneiden irtisanomisten vuoksi voidaan päätellä yhtiön toiminnassa olevan jotakin epäselvyyksiä.

Solidium-työryhmän tavoitteena oli arvioida yhtiön toimintatapoja, niissä ilmenneitä puutteellisuuksia ja esittää ratkaisuja niiden kehittämiseksi. Tarkastelun keskiössä oli esimerkiksi omistuksen kohteet ja niihin liittyvät osinkotuotot, toimintastrategiat omistetuissa yhtiöissä, resurssien tarkoituksenmukainen käyttö ja yhtiön toimintamahdollisuuksien ja riittävän pääoman turvaaminen tulevaisuudessa. Raportin mukaan Solidium on kyennyt reagoimaan markkinoilla tapahtuviin muutoksiin nopeasti. Mahdollisuus ottaa vieraan pääoman ehtoista lainaa on ollut tämän mahdollistava tekijä.

eQ Varainhoidon tekemän analyysin mukaan Solidiumin salkunhoito ei ole ollut menestyksekkästä. Kuuden vuoden tarkastelujakson aikana se on tuottanut keskimäärin heikommin kuin Nasdaq OMX Helsinki Cap -indeksi. Samalla kritiikkiä on annettu toteutuneiden sijoituspäätösten määrälle, joita on tehty vain 26 kappaletta. 14 salkun yrityksestä ainoastaan kaksi on menestynyt verrokkiyrityksiä paremmin. Työryhmä on nostanut esiin muutaman epäonnistuneen sijoituspäätöksen, joita ovat Outokummun Inoxum kauppa ja sijoitukset Talvivaaraan, jolloin Solidiumista tuli yhtiön pääomistaja. Analyysin perusteella Solidium ei ole onnistunut saavuttamaan sille annettuja tavoitteita sijoitussalkun arvon kokonaiskehityksen ja kohdeyritysten menestymisen kohdalla. (VNK/352/50/2015.)

Työryhmän mukaan Solidiumin suuret pääoman tuloutusvelvoitteet heikentävät sen kykyä toimia markkinoilla merkittävänä omistajana. Työryhmän ehdotus on, että Solidiumin tuloutusvelvoite kohdistuisi ainoastaan sen keräämiin osinkoihin, eikä myös myyntituloihin, ellei se ole perusteltua valtion näkökulmasta. Työryhmän arvion mukaan Solidiumin 7,8 miljardin osakeomistus mahdollistaa yhtiön toimimisen ankkuriomistajana merkittävässä yrityksissä. Työryhmän mukaan Solidiumin tulee vahvistaa sen aktiivista vaikuttamista kohdeyhtiöiden nimitystoimikuntatyössä. (VNK/352/50/2015.)

Raportissa nostetaan esille Solidiumin korkeat konsultti- ja välityspalkkiot. Ne ovat selkeästi markkinatasoa korkeammat. Solidiumissa olevan kokemuksen ja osaamisen myötä raportissa ehdotetaan valtion pörssiyritysten siirtämistä Solidiumiin, mikä parantaisi resurssien käyttöä. (VNK/352/50/2015.)

Tässä tutkimuksessa tehdyt havainnot Solidiumin tuloksellisuudesta ja sen toiminnan onnistuneisuudesta ovat pitkälti samansuuntaiset kuin edellä esitellyssä raportissa. Vaikka raportissa tarkasteltiin laajemmin Solidiumin toimintaa, nousee moni asia esille myös tässä tutkimuksessa tehdyn tarkastelun myötä. Tämä vahvistaa tutkimuksen tulosta, jonka mukaan Solidium ei ole täysin onnistunut toteuttamaan sille annettua tehtävää. On kuitenkin syytä huomioida yhtiön melko lyhyt historia, jonka takia kyseiset epäkohdat voivat kehittyä tulevaisuudessa toimintamallien vakiintuessa.

Mahdollisen jatkotutkimuksen aihe voisi olla tämän tutkimuksen kanssa samansuuntainen. Tarkasteltavaa aikaperiodia voisi laajentaa kymmeneen vuoteen, jotta tutkimuksessa saatavista tuloksista muodostuisi entistä luotettavampia. Lisäksi

vertailuasetelmaa voisi laajentaa useisiin eri indekseihin, sekä toteuttaa vertailua myös suoraan kilpailijoiden kesken. Aihe on mielenkiintoinen ja kuvastaa valtion omistaman varallisuuden tuottavuutta, jota tasaisin väliajoin olisi syytä tarkastella.

Tämän tutkimuksen aikaväli osui Solidiumin toiminnan alkuvaiheisiin. Vastaavanlaisen tutkimuksen toteuttaminen tulevaisuudessa voisi antaa signaaleja siitä, onko yhtiössä kyetty reagoimaan sille asetettuihin ehdotuksiin. Tarkastelun pohjalta voidaan kartoittaa uusia toimintamalleja. Samassa yhteydessä kansainvälisen näkökulman lisääminen tutkimukseen, etenkin pohjoismaiden osalta, toisi lisää syvyyttä tutkimukselle ja antaisi tietoa erilaisista toimintamalleista muualla. Kokemukset valtion omistajuudesta Pohjoismaissa antaisi varmasti meille lisää vaihtoehtoisia toteutustapoja. Etenkin valtion voimakas omistusosuus on mielenkiintoinen tekijä myös tulevaisuudessa meillä Suomessa. Tuleeko se jatkumaan voimakkaana vai ruvetaanko sitä purkamaan jollakin aikavälillä? Nähtäväksi jää millaisia ratkaisuja tehdään ja millä aikataululla.

Lähteet

Teokset:

Alapuro, Risto & Arminen Ilkka 2004. Vertailevan tutkimuksen ulottuvuuksia. Vantaa WSOY

Berle, Adolf A. Jr & Means, Gardiner C 1947. The Modern Corporation and Private Property. New York The Macmillan Company

Bulkowski, Thomas N. 2013. Analysis and Position Trading. John Wiley & Sons, New Jersey

Hirsijärvi Sirkka, Remes Pirkko & Sajavaara Paula 2007. Tutki ja kirjoita. Keuruu Otavan kirjapaino Oy

Hirvonen Ahti, Niskakangas Heikki & Steiner Maj-Lis 2003. Corporate governance Hyvä omistajaohjaus ja hallitustyöskentely. Juva WS Bookwell Oy

Knüpfer, Samuli & Puttonen Vesa 2014. Moderni rahoitus 7 painos. Talentum Media Oy

Lindström, Kim 2007. Vaurastu arvo-osakkeilla. Talentum Media Oy.

Lindström, Kim & Lindström, Tom 2011. Onnistu osakemarkkinoilla. Talentum Media Oy. Hämeenlinna

Mähönen, Jukka & Villa, Seppo 2015. Osakeyhtiö 1 Yleiset opit. Talentum Media Oy

Niskanen, Jyrki & Niskanen, Mervi 2013. Yritusrahoitus. Helsinki Edita

Patel, Alpesh B. 2004. Stock Futures: Strategies for Profiting From Stock Futures. Great Britain Harriman House

Puttonen, Vesa 2004. Onko omistamisella väliä? Taloustieto Oy

Puttonen, Vesa 2001. Sijoituskirja. Juva WS Bookwell Oy

Saario, Seppo 2007. Saarion sijoituskirja – miten sijoitan pörssiosakkeisiin. Helsinki WSOYpro

Scott, William R 2015. Financial Accounting Theory. Pearson Toronto

Opinnäytteet ja sarjajulkaisut:

Amer Sports talousjulkaisu 2013 (luettu 17.11.2015)

<[http://www.amersports.com/docs/default-source/sijoittajat-\(in-finnish\)/taloudelliset-katsaukset/amer-sports-talousjulkaisu-2013.pdf?sfvrsn=6](http://www.amersports.com/docs/default-source/sijoittajat-(in-finnish)/taloudelliset-katsaukset/amer-sports-talousjulkaisu-2013.pdf?sfvrsn=6)>

Cargotec vuosikertomus 2012 (luettu 17.11.2015)

<http://www.cargotec.com/fi-fi/sijoittajat/Documents1/2013%20sijoittajat/Cargotec_vuosikertomus_2012.pdf>

Elisa vuosikertomus 2011, 2013 (luettu 17.11.2015)

<http://corporate.elisa.fi/attachment/content/Vuosikertomus_2013.pdf>

Finnairin vuosikertomus 2013 (luettu 10.11.2014)

<http://www.finnairgroup.com/linked/fi/konserni/23166-Finnair_2013_SUO_withlinks_FINAL.pdf>

Finnair Taloudellinen katsaus 2012 (luettu 9.12.2015)

<http://www.finnairgroup.com/linked/fi/konserni/Finnair_Taloudellinen_katsaus_2012.pdf>

Fortum vuosikertomus 2013 (luettu 10.11.2014)

<https://www.fortum.fi/Lists/ArchiveLibraryList/Vuosikertomus%202013/Fortum_Tilinpäätös_2013.pdf>

Huhtamäki vuosikertomus 2013 (luettu 17.11.2015)

<<http://www.huhtamaki.com/documents/10841/df6aad2e-770c-4c60-b28a-6a8c549f9f4e>>

Kesko vuosikertomus 2013 (luettu 17.11.2015)

<http://vuosikertomus2013.kesko.fi/filebank/651-Kesko_Vuosikertomus_2013.pdf>

Kone Tilinpäätös 2013 (luettu 18.11.2015)

[<http://cdn.kone.com/www.kone.com/fi/Images/kone-tilinpaatos-2013.pdf?v=9>](http://cdn.kone.com/www.kone.com/fi/Images/kone-tilinpaatos-2013.pdf?v=9)

Konecranes Vuosikertomus 2013 (luettu 18.11.2015)

[<http://www.konecranes.com/sites/default/files/investor/kc_2013_fi_low.pdf>](http://www.konecranes.com/sites/default/files/investor/kc_2013_fi_low.pdf)

Metso Tilinpäätös 2013 (luettu 18.11.2015)

[<http://www.metso.com/reports/2013/assets/files/downloads/metso_financial_statement_s_2013_finnish.pdf>](http://www.metso.com/reports/2013/assets/files/downloads/metso_financial_statement_s_2013_finnish.pdf)

Neste Oilin vuosikertomus 2013, 2010 (luettu 10.11.2014)

[<http://2013.nesteoil.fi/>](http://2013.nesteoil.fi/)

[<https://www.neste.com/sites/default/files/431653.pdf>](https://www.neste.com/sites/default/files/431653.pdf)

Nokia vuonna 2013 (luettu 18.11.2015)

[<http://company.nokia.com/sites/default/files/download/investors/nokia_vuonna_2013.pdf>](http://company.nokia.com/sites/default/files/download/investors/nokia_vuonna_2013.pdf)

Nordea annual report 2013 (luettu 18.11.2015)

[<https://www.nordea.com/Images/34-35089/Nordea_Annual_Report_2013.pdf>](https://www.nordea.com/Images/34-35089/Nordea_Annual_Report_2013.pdf)

Ojala Harri 2011. Valtion yhtiöomistajuus ja omistajaohjaus markkinaehtoisesti toimivissa yrityksissä – Arviointitutkimus strategisista vaihtoehtoista ja vaikuttamista. Tampereen yliopisto.

Orion tilinpäätös 2013 (luettu 18.11.2015)

[<http://www.orion.fi/globalassets/documents/orion-group/corporate-governance/agms/agm-2014/tilinpaatos-2013-2.pdf>](http://www.orion.fi/globalassets/documents/orion-group/corporate-governance/agms/agm-2014/tilinpaatos-2013-2.pdf)

Outokumpu vuosikertomus 2013 (luettu 18.11.2015)

<http://www.outokumpu.com/sitecollectiondocuments/outokumpu_vuosikertomus%202013.pdf>

Outotec tilinpäätös 2013 (luettu 19.11.2015)

<http://www.outotec.com/Global/Investors/2013/Financial%20Reporting/Outotec_Tilinp%C3%A4%C3%A4t%C3%B6s_2013.pdf>

Sampo vuosikertomus 2013 (luettu 19.11.2015)

<http://sampo-annual-report-2013.studio.crasman.fi/file/dl/i/JQ-LHw/QtTEgpFVyyV8ccazMj_zCw/Sampo_Vuosikertomus_2013.pdf>

Stora Enso tasekirja 2013 (luettu 19.11.2015)

<http://assets.storaenso.com/se/com/DownloadCenterDocuments/Stora_Enso_Financial_Report_2013_AGM_E.pdf>

TeliaSonera Vuosikertomus 2013 (luettu 19.11.2015)

<http://www.teliasonera.com/Documents/Reports/2013/Annual%20reports/TeliaSonera_AR2013_fin.pdf?epslanguage=fi>

Tieto taloudellinen katsaus 2013 (luettu 19.11.2015)

<<http://ar2013.tieto.com/media/download-centre/fi/pdf/tieto-taloudellinen-katsaus-2013.pdf>>

UPM vuosikertomus 2013 (luettu 19.11.2015)

<http://assets.upm.com/Investors/Documents/2013/UPM_vuosikertomus_2013.pdf>

Valtion omistajaohjauksen vuosikertomus 2014, 2013 (luettu 14.11.2014)

<http://vnk.fi/documents/10616/358621/2014_OO+vuosikertomus_suo.pdf/d7738836-5690-4125-88ac-fdc67cd5d0db>

<http://vnk.fi/documents/10616/358621/2013_OO-vuosikertomus_suo2.pdf/b4955db6-51fe-4402-887b-9d3e79686269>

Wärtsilä vuosikertomus 2013, 2012 (luettu 19.11.2015)

<<https://wartsila-reports.studio.crasman.fi/file/dl/i/UjR6nQ/QsqEprb0aUJQm7paENyzzg/Wartsilavuositomus2012.pdf>>

YIT taloudellinen katsaus 2013 (luettu 19.11.2015)

<<http://vuosikertomus2013.yit.fi/sites/default/files/yit2013-taloudellinenkatsaus.pdf>>

Virallislähteet:

Osakeyhtiölaki 21.7.2006/624 (luettu 11.11.2015)

<<https://www.finlex.fi/fi/laki/ajantasa/2006/20060624#L1P8>>

Valtioneuvoston päätös huoltovarmuuden tavoitteista (luettu 11.11.2015)

<<http://www.finlex.fi/fi/laki/alkup/2013/20130857>>

Artikkelit tieteellisissä aikakauslehdissä:

Hui Eddie, Yam Philip, Wright John & Chan Kevin 2013. Journal of Property Investment & Finance. Shall we buy and hold? Evidence from Asian real estate markets

Artikkelit sanomalehdissä:

Talouskriisi vauhditti Solidiumin syntyä: Omistaja&Sijoittaja 1/2009 (Luettu 28.9.2015)

<<http://www.omistajaonline.fi/lehdet/12009/talouskriisi-vauhditti-solidiumin.html>>

Vihervuori Petri 2005 Omistamisella on väliä. Omistaja & Sijoittaja. (Luettu 13.11.2015)

<<http://www.omistajaonline.fi/lehdet/22005/omistamisella-on-valia.html>>

Raportit ja komiteamietinnöt:

Kaisanlahti Timo 2000. Corporate Governance ja valtio-omistaja – kehittämistarpeet. Kauppa- ja teollisuusministeriön tutkimuksia ja raportteja 25/2000

Kankaanpää Jari, Oulasvirta Lasse & Wacker Jani. Valtion omistajaohjauksen valvonta ja raportointi eduskunnalle. Eduskunnan tarkastusvaliokunnan julkaisu 2/2010

Kirjallinen kysymys 666/2014 vp – Sinuhe Wallinheimo / kok (luettu 30.11.2015)

<https://www.eduskunta.fi/FI/vaski/Kysymys/Documents/kk_666+2014.pdf>

Löyttyniemi Timo 2011. Valtio-omistus 2030 – mitä ja miksi? Pörssisäätiö

Solidium-työryhmän raportti VNK/352/50/2015 (luettu 7.12.2015)

<<http://vnk.fi/documents/10616/356365/Solidium-ty%C3%B6ryhm%C3%A4n+raportti/22891adc-81ee-413e-b99e-daef1d3ebbf>>

Valtion talousarvioesitys 2013 (luettu 5.12.2015)

<<http://budjetti.vm.fi/indox/sisalto.jsp;jsessionid=5F450BB114BABAD296DD47AB9496C577?year=2013&lang=fi&maindoc=/2013/tae/valtiovarainministerionKanta/valtiovarainministerionKanta.xml&opennode=0:1:243:1373:1375:>>>

Sähköiset lähteet:

Cargotec osinko ja osinkopolitiikka

<<http://www.cargotec.com/fi-fi/sijoittajat/Osakkeet/Sivut/Dividend-and-dividend-policy.aspx>>

Directors' institute of Finland, Näin valtio-omistaja hävittää rahasi (luettu 5.12.2015)

<<http://dif.fi/blog/blogit/kumppaniblogit/2015/08/07/nain-valtio-omistaja-havittaa-rahasi/>>

Elisa Voitonjakopolitiikka (Luettu 17.11.2015)

<<http://corporate.elisa.fi/elisa-oyj/sijoittajille/osake/voitonjakopolitiikka/>>

Finnair Internet sivu (luettu 27.1.2015)

<http://www.finnairgroup.com/konserni/konserni_14_2.html>

Finnair Organisaatio (luettu 27.1.2015)

<http://www.finnairgroup.com/konserni/konserni_6.html>

Fortum osaketietoa (luettu 17.12.2014)

<<http://www.fortum.com/fi/sijoittajat/osaketietoa/suurimmat-osakkeenomistajat/pages/default.aspx>>

Fortum suurimmat omistajat (luettu 17.12.2014)

<<http://www.fortum.com/fi/sijoittajat/osaketietoa/suurimmat-osakkeenomistajat/pages/default.aspx>>

Fortum Internet sivu (Luettu 5.1.2015)

<<http://www.fortum.com/fi/konserni/fortum-lyhyesti/historia/pages/default.aspx>>

<<https://www.fortum.fi/fi/sijoittajat/taloudellista-tietoa/taloudelliset-nakymat/pages/default.aspx>>

Fortum Pörssitiedote (Luettu 17.11.2015)

<<http://www.fortum.com/fi/media/pages/fortum-paivittaa-osinkopolitiikkansa.aspx>>

Helsingin sanomat talous (luettu 9.12.2015)

<<http://www.hs.fi/talous/a1339640664845>>

Huhtamäki Osingot (Luettu 17.11.2015)

<<http://www.huhtamaki.com/fi/sijoittajat/osake/osingot>>

Kemira Osinko (Luettu 17.11.2015)

<<http://www.kemira.com/fi/sijoittajat/osaketieto/osinko/sivut/default.aspx>>

Kesko osinkopolitiikka ja osinko (Luettu 17.11.2015)

<<http://www.kesko.fi/sijoittaja/osaketieto/osinkopolitiikka-ja-osinko/>>

Kone osakkeen perustiedot (luettu 18.11.2015)

[<http://www.kone.com/fi/sijoittajat/osake/>](http://www.kone.com/fi/sijoittajat/osake/)

Metso osinkotietoa (luettu 18.11.2015)

[<http://www.metso.com/fi/yritys/sijoittajat/osake/share-facts/osinkotietoa/>](http://www.metso.com/fi/yritys/sijoittajat/osake/share-facts/osinkotietoa/)

Neste Internet sivu (luettu 23.9.20015)

[<https://www.neste.com/fi/fi/konserni/tietoa-meist%C3%A4/juuremme>](https://www.neste.com/fi/fi/konserni/tietoa-meist%C3%A4/juuremme)

Nokia osaketietoa (luettu 18.11.2015)

[<http://company.nokia.com/fi/sijoittajat/osaketietoja/osinkohistoria>](http://company.nokia.com/fi/sijoittajat/osaketietoja/osinkohistoria)

Nordea dividend (luettu 18.11.2015)

[<https://www.nordea.com/fi/investor-relations/nordean-osake/share-information/dividend/>](https://www.nordea.com/fi/investor-relations/nordean-osake/share-information/dividend/)

Nordnet blogi, Miksi valtion ei tulisi omistaa pörssiosakkeita (luettu 5.12.2015)

[<http://www.nordnetblogi.fi/miksi-valtion-ei-tulisi-omistaa-porssiosakkeita/06/03/2014/>](http://www.nordnetblogi.fi/miksi-valtion-ei-tulisi-omistaa-porssiosakkeita/06/03/2014/)

Orion osaketietoa (luettu 18.11.2015)

[<http://www.orion.fi/konserni/sijoittajat/osaketietoa/osingot/>](http://www.orion.fi/konserni/sijoittajat/osaketietoa/osingot/)

Outokumpu osaketietoa (luettu 18.11.2015)

[<http://www.outokumpu.com/fi/sijoittajat/osaketietoa/osinko/Sivut/default.aspx>](http://www.outokumpu.com/fi/sijoittajat/osaketietoa/osinko/Sivut/default.aspx)

Outotec osinkopolitiikka (luettu 19.11.2015)

[<http://www.outotec.com/fi/Sijoittajille/Outotec-sijoituskohteena/Osinkopolitiikka/>](http://www.outotec.com/fi/Sijoittajille/Outotec-sijoituskohteena/Osinkopolitiikka/)

Sampo osinko (luettu 19.11.2015)

[<https://www.sampo.com/fi/osake/osinko/>](https://www.sampo.com/fi/osake/osinko/)

Stora Enso dividends (luettu 19.11.2015)

[<http://www.storaenso.com/investors/shares/dividends>](http://www.storaenso.com/investors/shares/dividends)

Talouselämä (Luettu 12.11.2015)

[<http://www.talouselama.fi/uutiset/meneeko-valtionyhtioilla-nain-hyvin-hs-myos-neste-oil-aikoo-korottaa-hallituspalkkioita-jopa-30-3470538>](http://www.talouselama.fi/uutiset/meneeko-valtionyhtioilla-nain-hyvin-hs-myos-neste-oil-aikoo-korottaa-hallituspalkkioita-jopa-30-3470538)

Taloussanomat Internet sivu Heidi Hautala erottaa Finnairin hallituksen (luettu 9.12.2015)

[<http://www.taloussanomat.fi/liikenne/2012/03/15/heidi-hautala-erottaa-finnairin-hallituksen/201225310/12>](http://www.taloussanomat.fi/liikenne/2012/03/15/heidi-hautala-erottaa-finnairin-hallituksen/201225310/12)

Taloussanomat Internet sivu (Luettu 27.1.2015)

[<http://www.taloussanomat.fi/porssi/2015/01/22/fortumin-kuula-jaa-tyokyvyttomyyselakkeelle/2015867/170>](http://www.taloussanomat.fi/porssi/2015/01/22/fortumin-kuula-jaa-tyokyvyttomyyselakkeelle/2015867/170)

Taloussanomat OMX Helsinki 25-indeksi (luettu 24.11.2015)

[<http://www.taloussanomat.fi/porssi/sanakirja/termi/OMX%20Helsinki%2025%20-indeksi,%20OMXH25-indeksi/>](http://www.taloussanomat.fi/porssi/sanakirja/termi/OMX%20Helsinki%2025%20-indeksi,%20OMXH25-indeksi/)

TeliaSonera osingonjako (luettu 19.11.2015)

[<http://www.teliasonera.com/fi/sijoittajat/osingonjako/>](http://www.teliasonera.com/fi/sijoittajat/osingonjako/)

Tieto osinko (luettu 19.11.2015)

[<http://www.tieto.fi/sijoittajille-tieto/osakkeet/osinko>](http://www.tieto.fi/sijoittajille-tieto/osakkeet/osinko)

UPM osinkopolitiikka (luettu 19.11.2015)

[<http://www.upm.fi/sijoittajat/osake/osinko/Pages/default.aspx>](http://www.upm.fi/sijoittajat/osake/osinko/Pages/default.aspx)

Valmet sijoituskohteena (luettu 19.11.2015)

[<http://www.valmet.com/fi/sijoittajat/valmet-sijoituskohteena/>](http://www.valmet.com/fi/sijoittajat/valmet-sijoituskohteena/)

Wärtsilä osinkopolitiikka (luettu 19.11.2015)

<<http://www.wartsila.fi/fi/sijoittajat/taloustieto/osinko>>

YIT osingonjako (luettu 19.11.2015)

<http://www.yit.fi/yit_fi/Tietoa_YITsta/sijoittajat/Osake/Osingonjako>

Pörssisäätiö (Kuvio 1) luettu 17.11.2015

<<http://www.porssisaatio.fi/blog/statistics/eri-sijoitusmuotojen-tuotto-suomessa/>>

Solidiumin luoma lisäarvo (luettu 23.11.2015)

<<http://www.solidium.fi/fi/solidium/solidium-omistajana/solidiumin-luoma-lisaarvo/>>

Valtioneuvoston kanslia Internet sivu (luettu 5.10.2015)

<<http://vnk.fi/omistajaohjaus/yhtiot>>

Veronmaksajain keskusliitto Ry (Luettu 3.11.2015)

<<https://www.veronmaksajat.fi/luvut/tilastot/julkinen-talous/valtion-velka/>>

Yle talousuutiset: Fortum myy sähköverkot 2,55 miljardilla (luettu 20.1.2015)

<http://yle.fi/uutiset/fortum_myy_sahkoverkot_255_miljardilla/6980971>

Yle (luettu 12.11.2015)

<http://yle.fi/uutiset/ministeri_paatero_fortumin_ja_neste_oilin_luovuttava_hallituspalkkioiden_korotuksista/7763295>

Yle (katsottu 9.12.2015)

<http://yle.fi/uutiset/solidium_uskoo_vielä_talvivaaraan__ymparistovastuu_valtiolla/6943546>

Liitteet

	2009	2010	2011	2012	2013	KA	2009	2010	2011	2012	2013	KA
Amer Sports A	62	53	44	71	53	56,6	2,3	2,9	3,7	3,1	2,6	2,92
Cargotec	782,8	49,6	40,9	49,1	46	193,68	2,1	1,6	4,4	3,3	1,6	2,6
Elisa	44,2	135,2	100,6	97,5	104	96,3	3,1	8	8,1	7,8	6,7	6,74
Fortum	67,6	68,5	50,3	62,9	80,9	66,04	5,3	4,4	6,1	7,1	6,6	5,9
Huhtamäki	60,3	43,1	57,5	47,1	62,6	54,12	3,9	4,3	5	4,6	3,1	4,18
Kemira	37	61	59	69	76	60,4	2,6	4,1	5,8	4,5	4,4	3,76
Kesko B	70,5	62,6	64,9	94,5	79,9	74,48	3,9	3,7	4,6	4,8	5,2	4,44
Kone	70,7	42,9	115,1	129,8	73	86,3	4,3	2,2	7,2	5,5	3	4,44
Konecranes	83,3	74,1	90,1	71,4	123,4	88,46	4,7	3,2	6,9	4,1	4,1	4,6
Metso	66	91	71	108	63	79,8	2,8	3,7	5,9	5,8	3,2	4,28
Neste	29	39,2	56,5	62,1	31,8	43,72	2	2,9	4,5	3,9	4,5	3,56
Nokia	167	80	0	0	0	49,4	4,48	5,17	5,3	0	6,36	4,262
Nokian Renkaat	87	49,4	50,7	58	105,2	70,06	2,4	2,4	4,8	4,8	4,2	3,72
Nordea Bank	43	44	40	44	56	45,4	3,1	3,6	3,8	3,8	4,4	3,74
Orion B	93,5	91,6	87,2	88,4	85,6	89,26	6,6	7,3	8,6	5,9	6,1	6,9
Outokumpu	0	0	0	0	0	0	2,6	1,8	0	0	0	0,88
Outotec	76	129	49	43	40	67,4	2,8	1,6	2,3	2,8	2,6	2,42
Sampo A	87,7	58,4	64,9	53,8	63,7	65,7	5,9	5,7	6,3	5,5	4,6	5,6
Stora Enso R	105	31,6	47,6	90,9	75	70,02	4,1	3,3	6,5	5,7	4,1	4,74
TeliaSonera	53,6	58,1	67,7	62,1	86,8	65,66	4,3	5,1	6,6	6,2	6,5	5,74
Tieto	64,9	101,4	89,3	202,4	104,7	112,54	3,4	4,9	6,8	5,6	5,4	5,22
UPM-Kymmene	136,4	50,9	98,2	0	95,2	76,14	5,4	4,2	7,1	6,8	4,9	5,68
Wärtsilä	44,4	70,3	62,7	58,1	53	57,7	6,2	4,8	4	3,1	2,9	4,2
Yit	73,2	57,9	70,5	66,6	67,9	67,22	2,8	3,5	5,7	5,1	3,7	4,16
						1736,4						104,682
	Kaikki 24 OMX yhtiötä mukaan laskettuna					72,35						4,36175

Taulukkoon on koottu OMX 24 yhtiöiden osingon osuus tuloksesta %, sekä efektiivisen osinkotuotto-%:n tiedot vuosilta 2009–2013.